

中国交建（601800）深度研究

大交通领域龙头企业，受益于稳增长与化债

2025 年 02 月 05 日

【投资要点】

- ◆ 公司多项业务为“大交通”领域世界之最，拥有多项特级、甲级、综合甲级资质。中国交建是世界最大的港口、公路与桥梁的设计与建设公司、世界最大的疏浚公司；中国最大的国际工程承包公司、中国最大的高速公路投资商；拥有世界上最大船舶队。截至 2023 年，公司共拥有 62 项特级资质各类主要工程施工资质 1700 余项；工程咨询勘察设计资质近 300 项，各类甲级及以上资质 26 项。
- ◆ 港口、水利水电、道路桥隧、运河等多领域行稳致远，公司结构改善拥抱高景气。1) 港口：2013-2022 年我国进出口金额和货物吞吐量持续增长，对港口的需求也有望增加。在国家加快建设交通强国的决策部署之下，未来我国港口建设速度有望进一步加快，持续赋能经济发展。2) 道路桥隧：截至 2023 年底我国建成隧道数/桥梁分别为 27297 处/107.93 万座，过去五年 CAGR 为 9%/4.8%，规模稳步增长，新建项目充裕，随着我国基础设施不断完善，我国桥隧数量也将稳步增长。3) 水利水电：2024 年以来我国水利水电投资持续高增，雅江水电站预计总投资规模大，发电量大，它的正式落地将给我国水利水电投资带来明显边际增量。4) 运河：2020 年以来我国水运行业固定资产投资稳健增长，且由于其低廉的运输成本，预计水运仍在货物运输通道中保持着重要地位。5) 新能源：到 2030 年底，中国将占全球可再生能源总装机容量的近 50%，2023 年中国连续六年成为全球海上风电装机增速最快的国家，有望拉动全球海上风电市场高速增长。2024 年“中交-光伏”交能融合项目进入快车道，中交集团下属运营 34 条高速公路交能融合超过 20 余个项目进入实施阶段。
- ◆ 受益于稳增长和化债，在市值管理指引下估值空间有望修复。1) 新兴业务加速发展：公司深度参与了平陆运河、宁波舟山港、张靖皋长江大桥等较大工程项目；2) 海外业务保持较高增速：海外业务进一步提供增长动能，将 2024 年上半年八大建筑央企对比，公司的海外新签合同额占比靠前，超 20%；3) 有望受益于化债：2023-2024 年前三季度，公司位于 12 个重点化债省份的新签订单为 647.3 亿元，占 2023-2024 年前三季度累计公告重点订单额的 23.5%，业务需求预计将随地方政府资金到位而改善；4) 分红政策稳定与股东增持：预计公司估值有较大改善空间，公司有望在市值管理指引下使用六大“工具箱”迎来估值修复。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

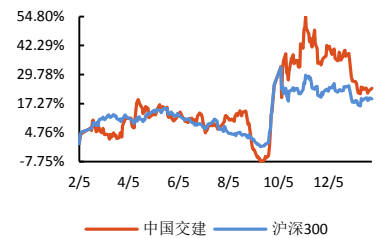
证券分析师：王翩翩

证书编号：S1160524060001

证券分析师：郁暄

证书编号：S1160524100004

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	153344.52
流通市值（百万元）	110658.96
52 周最高/最低（元）	12.28/7.07
52 周最高/最低（PE）	8.21/4.89
52 周最高/最低（PB）	0.73/0.44
52 周涨幅（%）	23.74
52 周换手率（%）	135.36

相关研究

- 《非经增厚利润，订单和业绩凸显韧性》
2024.11.04
- 《Q2 业绩阶段性承压，央企韧性更优，看好 H2 实物工作量及估值恢复》
2024.09.06

【投资建议】

◆ 我们认为公司作为八大建筑央企之一，在港口、水利水电、道路桥隧、运河等多领域行稳致远，有望受益于化债、地产等积极政策。我们预计 2024-2026 年，公司营业收入为 7817.24/8287.17/8794.19 亿元，同比增速分别为 3.04%/6.01%/6.12%，2024-2026 年归母净利润为 240.98/260.30/281.62 亿元，同比增速分别为 1.20%/8.02%/8.19%，EPS 为 1.48/1.60/1.73 元/股，对应 2025 年 1 月 27 日收盘价分别为 6.36/5.89/5.45 倍 PE，维持公司“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	7586.76	7817.24	8287.17	8794.19
增长率（%）	5.10%	3.04%	6.01%	6.12%
EBITDA（亿元）	511.87	563.00	587.36	609.48
归母净利润（亿元）	238.12	240.98	260.30	281.62
增长率（%）	23.61%	1.20%	8.02%	8.19%
EPS（元/股）	1.39	1.48	1.60	1.73
市盈率（P/E）	5.47	6.36	5.89	5.45
市净率（P/B）	0.41	0.49	0.46	0.43
EV/EBITDA	10.26	10.03	9.43	8.96

资料来源：Choice，东方财富证券研究所预测

【风险提示】

- ◆ 基建需求不及预期；
- ◆ 原材料价格波动风险；
- ◆ 利率风险。

关键假设

我们的盈利预测，基于如下关键假设：

- 1) 基建建设业务：**2024 年上半年基建建设业务收入同比下降 2.74%，考虑到财政政策宽松后，基建实物工作量预计回升，结转有所加快，并且建筑企业的回款高峰期在四季度。此外我们预计 2025-2026 年，基建需求将有所恢复，而由于公司对于境外的拓展较为成功，海外美国降息后需求恢复，公司市占率有望继续提升。因此我们预计 2024 年公司基建建设业务收入增速小幅上升，为 3.2%，2025-2026 年公司基建建设收入同比增速略有增加，分别为 6.4%/6.4%；此外我们预计 2024-2026 年毛利率保持平稳，分别为 11.6%/11.6%/11.6%。
- 2) 疏浚业务：**2024 年上半年疏浚业务收入同比增速为 3.27%，我们预计 2024 年同比增速为 5%，小幅上升。考虑到一揽子政策后基建需求恢复，2024 年前三季度疏浚业务新签合同额保持稳健增长，预计 2025-2026 疏浚业务同比增速小幅上升，分别为 7%/8%。我们预计 2024-2026 年公司疏浚业务毛利率保持平稳，分别为 13.1%/13.1%/13.1%。
- 3) 基建设计业务：**2024 年上半年基建设计业务收入同比下降 10.29%，2024 年前三季度基建设计业务新签合同额保持稳健增长，又考虑到 Q4 化债力度加大，我们预计 2024 年基建设计业务降幅有所收窄，同比增速为 -2%，和 2023 年基建设计业务同比增速较为接近。我们预计 2025-2026 年基建设计业务同比增速保持平稳，分别为 -2%/-2%。此外我们预计 2024-2026 年基建设计业务毛利率保持平稳，分别为 18.5%/18.5%/18.5%。

创新之处

- 1) 概括总结并强调了基建行业的积极变化：**我们总结了化债政策以及目前积极的宏观政策，并测算了化债政策对公司的有利影响。
- 2) 对于公司新兴业务进行了分析：**我们对于公司在水网建设、海上风电等新兴业务的进展进行了分析和概括，详细介绍了公司在新兴业务领域参与的重大项目。

潜在催化

- 1) 新兴业务加速发展；
- 2) 基建资金面改善、整体投资修复；
- 3) 基建建设与基建设计毛利率改善。

正文目录

1. 公司概况：中国领先的交通基建企业.....	7
1.1. 多项业务为“大交通”领域世界之最.....	7
1.2. 业绩表现：新签订单保持增长，利润表现平稳.....	8
1.3. 股权架构稳定，管理层经验丰富.....	10
2. 行业分析：基建稳增长基调，港口桥隧、水利水电、运河等方向维持高景气度.....	11
2.1 港口、道路桥隧、水利水电、运河、新能源等公司下游主要业务领域加速发展.....	11
2.1.1 港口：多政策落地下，建设有望再提速.....	11
2.1.2 道路桥隧：明晰战略规划下建设规模行稳致远.....	12
2.1.3 水利水电：多维度驱动水利行业需求高增.....	14
2.1.4 运河：投资额超 8000 亿，未来高景气度赛道.....	16
2.1.5 新能源：中国可再生能源装机量增加，有望引领海上风电市场持续增长.....	17
2.2 基建投资有望受益于化债等稳增长政策.....	18
2.2.1 地方化债资金增加.....	18
2.2.2 财政仍有宽松空间，投向基建比例有望提升.....	19
2.3 “一带一路”迈向新阶段，基建领域有望受益.....	20
2.3.1 共建“一带一路”确定五大经济带走向，提出“六廊六路多国多港”的合作框架.....	20
2.3.2 中国对“一带一路”国家投资额稳增，基建领域有望受益.....	21
2.3.3 共建“一带一路”进入高质量发展新阶段.....	21
3. 新兴业务加速发展，估值空间有望修复.....	22
3.1 公司大交通业务实力领先，参与基建领域多个重要工程.....	22
3.2 公司积极践行“海外优先”战略，深入推进“公司国际化 2.0”迭代升级.....	26
3.3 公司加速发展水网建设、海上风电等新兴业务.....	27
3.3.1 水网建设：疏浚业务新签合同额保持稳健增长，签约平陆运河、智利鲁凯威水电站等多个重要工程.....	27
3.3.2 海上风电：公司将持续打造“中交海风”品牌.....	30
3.4 公司高质量共建“一带一路”，参与一大批标志性项目.....	31
3.5 化债有望改善公司现金流及回款.....	32
3.6 市值管理指引下公司估值空间有望修复.....	33
3.6.1. 国企改革逐渐深化进一步提升估值.....	33
3.6.2 分红政策稳定与股东增持彰显对公司未来经营发展信心.....	36
3.6.3 公司区间行情领涨，估值有望受益于国企改革和市值管理考核.....	36
4. 盈利预测和估值.....	37
4.1 盈利预测.....	37
4.2 估值分析.....	38
4.3 可比公司估值及投资建议.....	39
5. 风险提示.....	39

图表目录

图表 1：公司港口项目案例：宁波舟山港.....	7
图表 2：公司公路工程案例：川藏公路.....	7
图表 3：公司桥梁工程项目案例：苏通长江大桥.....	7
图表 4：公司疏浚工程项目：长江黄金水道建设.....	7

图表 5: 2017-2024 年前三季度公司新签合同额及同比增速.....	8
图表 6: 2017-2024 年前三季度公司新签合同分类型金额占比.....	8
图表 7: 2017-2024H1 主营业务毛利率及归母净利润率.....	9
图表 8: 2017-2024H1 主营业务分行业毛利率.....	9
图表 9: 基建建设原材料价格.....	9
图表 10: 2014-2024 年前三季度公司营业收入及增速.....	9
图表 11: 2014-2024 年前三季度公司归母净利润及增速.....	9
图表 12: 公司股权结构（截至 2024Q3）.....	10
图表 13: 公司主要管理人员履历.....	10
图表 14: 2013-2023 年我国进出口金额及增速.....	11
图表 15: 2013-2023 年我国沿海主要港口货物吞吐量及增速.....	11
图表 16: 近年来国家层面支持港口发展相关政策.....	12
图表 17: 江苏省过江通道规划建设示意图.....	13
图表 18: 2001-2023 年我国公路隧道数及增速.....	13
图表 19: 2001-2023 年我国公路桥梁数及增速.....	13
图表 20: 2013-2023 年我国铁路路网密度.....	13
图表 21: 2013-2023 年我国公路密度.....	13
图表 22: 国家综合立体交通网 2035 年主要指标表.....	14
图表 23: 部分已公布省份水网建设投资额及投资结构.....	15
图表 24: 我国水电基本建设投资完成额及同比.....	15
图表 25: 我国水电发电装机容量及同比.....	15
图表 26: 2020 年以来我国水运行业固定资产投资持续高增.....	16
图表 27: 我国目前在建/完工主要运河项目概况.....	16
图表 28: 我国海上风电装机量累计值及增速.....	17
图表 29: 我国光伏发电装机量累计值及增速.....	17
图表 30: 我国地方政府专项债发行额.....	18
图表 31: 2004 年至今国家财政预算.....	19
图表 32: 2004 年至今我国年赤字率.....	19
图表 33: 我国财政支出中投向基建类项目比例.....	19
图表 34: 丝绸之路经济带走向.....	20
图表 35: 21 世纪海上丝绸之路走向.....	20
图表 36: 中国企业在“一带一路”沿线国家（或共建国家）新签承包工程合同额.....	21
图表 37: 中国企业在“一带一路”沿线国家（或共建国家）承包工程营业额.....	21
图表 38: “一带一路”项目最新进展.....	22
图表 39: 平陆运河示意图.....	23
图表 40: 平陆运河三大枢纽.....	23
图表 41: 马道枢纽现状.....	24
图表 42: 马道枢纽效果图.....	24
图表 43: 企石枢纽效果图.....	24
图表 44: 青年枢纽效果图.....	24
图表 45: 宁波舟山港相关工程案例.....	24
图表 46: 张靖皋长江大桥线路示意图.....	25
图表 47: 公司 2013-2023 年海外新签合同额及同比增速.....	26
图表 48: 公司 2012-2023 年海外新签合同额占比.....	26
图表 49: 八大建筑央企 2024 年上半年海外新签合同额及占比.....	26
图表 50: 马东铁项目示意图.....	27
图表 51: 疏浚业务新签合同额与同比增速.....	28
图表 52: 疏浚业务新签合同额占比.....	28
图表 53: 公司签约的部分平陆运河合同.....	28
图表 54: 公司签约的部分水电站项目.....	29
图表 55: 公司重点流域治理工程案例.....	29
图表 56: 公司部分海上风电中标项目案例.....	30

图表 57: 蒙内铁路示意图.....	31
图表 58: 波哥大地铁一号线示意图.....	31
图表 59: 公司在“一带一路”共建国家的参与项目.....	31
图表 60: 公司应收账款账龄结构.....	32
图表 61: 公司应收账款周转天数.....	32
图表 62: 公司经营活动产生的净现金流.....	32
图表 63: 2023-2024 年前三季度公司化债省份订单占比.....	33
图表 64: 2023-2024 年前三季度公司化债省份订单各类型占比.....	33
图表 65: 2023-2024 年前三季度公司化债省份订单分地区占比.....	33
图表 66: 市值管理意见主要内容梳理.....	34
图表 67: 新国九条主要内容.....	34
图表 68: 央企考核目标梳理.....	35
图表 69: 公司现金分红总额及股利支付率.....	36
图表 70: 2018 年后八大建筑央企行情复盘.....	37
图表 71: 公司收入拆分预测.....	38
图表 72: 公司近 10 年市盈率.....	38
图表 73: 公司近 10 年市净率.....	38
图表 74: 可比公司估值对比.....	39

1. 公司概况：中国领先的交通基建企业

1.1. 多项业务为“大交通”领域世界之最

公司多项业务为“大交通”领域世界之最。中国交建是世界最大的港口、公路与桥梁的设计与建设公司、世界最大的疏浚公司；中国最大的国际工程承包公司；拥有世界上最大的工程船队。公司拥有 35 家主要全资、控股子公司，业务足迹遍及中国所有省、市、自治区及港澳特区和世界 139 个国家和地区。同时，公司是我国最大的高速公路投资商、基建领域的排头兵，控股高速公路项目累积投资金额超过 1,800 亿元，在建总投概算超过 3,700 亿元。

公司主营业务拥有多项特级、甲级、综合甲级资质。截至 2023 年，公司共拥有 62 项特级资质，其中包括 18 项港口与航道工程施工总承包特级资质；38 项公路工程施工总承包特级资质；4 项建筑工程施工总承包特级资质；2 项市政公用工程施工总承包特级资质。各类主要工程施工资质 1,700 余项；工程咨询勘察设计资质近 300 项；工程设计资质中有 8 项工程设计综合甲级资质。各类甲级及以上资质 26 项，其中建筑工程施工总承包特级资质 1 项；公路工程施工总承包特级资质 4 项；港口与航道工程施工总承包特级资质 3 项；工程设计水利行业甲级资质 1 项。

诸多代表性项目彰显公司实力。公司在设计和承建的众多国家重点项目中，创造了诸多国内乃至亚洲和世界水工、桥梁建设史上的“第一”、“之最”，苏通长江大桥、上海洋山深水港、长江口深水航道整治工程、海南工程、港珠澳大桥等工程不仅反映了中国最高水平，也反映了世界最高水平。

图表 1：公司港口项目案例：宁波舟山港



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 2：公司公路工程案例：川藏公路



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 3：公司桥梁工程项目案例：苏通长江大桥



图表 4：公司疏浚工程项目：长江黄金水道建设

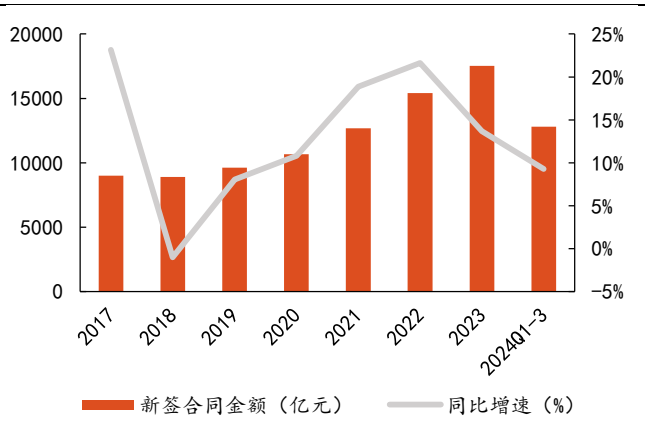


1.2. 业绩表现：新签订单保持增长，利润表现平稳

新签金额实现逆势增长，增速有所放缓。2017年至2023年，公司新签订单金额由9,000亿元增长至17532亿元，CAGR达到11.75%，2023年yoy+13.7%。2024年前三季度公司新签订单达到12805亿元，yoy+9.3%。在近年来国内总体经济下行的背景下，公司新签订单实现逆势增长，而增速有所放缓。我们判断主因八大建筑央企市占率有所提升，叠加公司所处板块整体景气度较高所致。

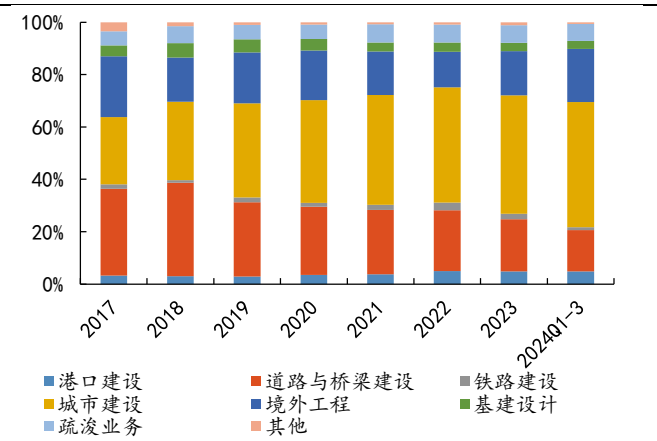
分类型来看，城市建设、境外工程为近年来新签合同的增长动力。2024年前三季度，港口建设/道路与桥梁/铁路建设/城市建设/境外工程/基建设计/疏浚业务/其他类型新签合同金额占比分别达到4.9%/15.8%/1.0%/47.9%/20.2%/3.0%/6.6%/0.6%，其中城市建设新签订单占比接近半数，为近年来公司新签增长较多的领域，主因近年来公司广泛参与房屋建筑、城市综合开发、城市轨道交通等城市建设，同时加大生态环保、城市水环境治理等新兴产业布局，进一步提升公司综合实力。

图表 5：2017-2024 年前三季度公司新签合同额及同比增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

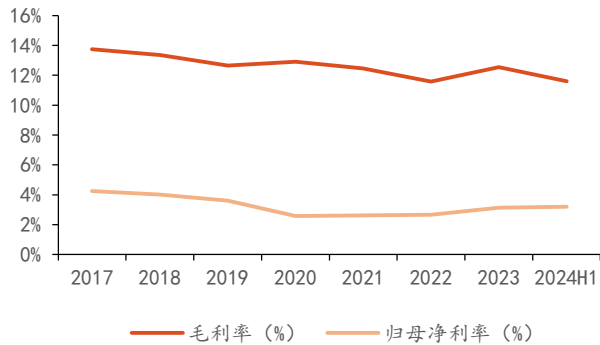
图表 6：2017-2024 年前三季度公司新签合同分类型金额占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

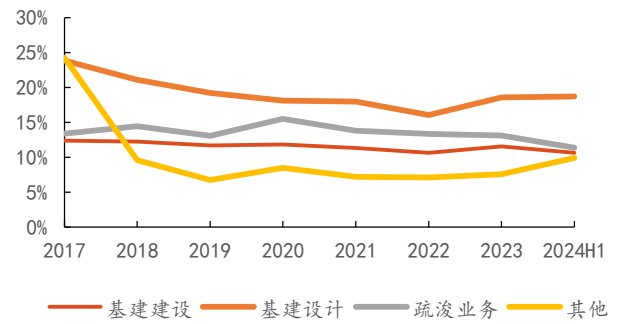
近两年归母净利率增长趋势明显，原材料价格下降，基建建设与基建设计行业有望受益。2017年至2022年，公司主营业务毛利率从13.75%下降至11.58%，但2023年毛利率提升至12.54%，2022-2024H1，公司归母净利率从2.67%增长至3.19%。从分行业毛利率中我们可以看出，2017-2022年由于高盈利水平的海外项目贡献减少，以及确认个别项目的预计损失，基建建设毛利率整体下滑；由于大型综合性项目收入贡献增加而盈利水平相对较低，基建设计毛利率整体下滑。此外基建建设的主要原材料水泥、铁矿石、螺纹钢、焦炭的价格从2021年9月至今持续下跌，由于原材料价格下降和成本控制得当，基建建设毛利率开始回升；由于设计板块业务结构调整，EPC项目减少，聚焦设计主业，基建设计毛利率开始回升。而公司营业收入的主要来源为基建建设与基建设计，所以公司毛利率有所回升。

图表 7：2017-2024H1 主营业务毛利率及归母净利率



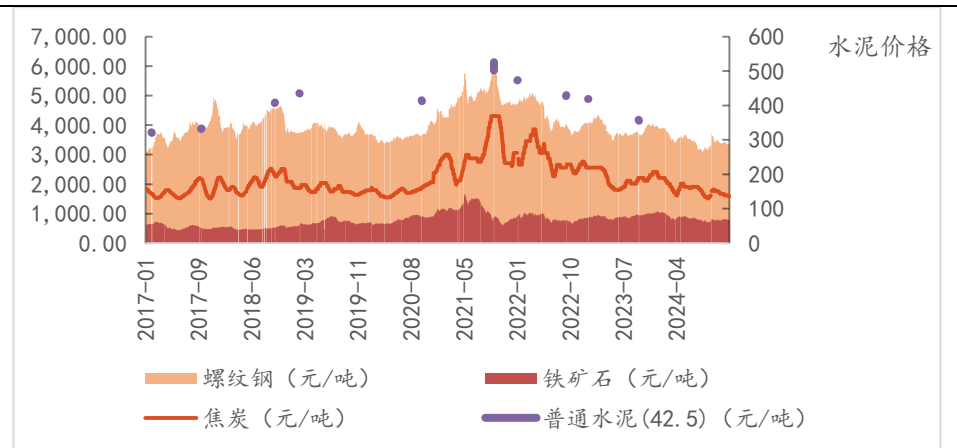
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 8：2017-2024H1 主营业务分行业毛利率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

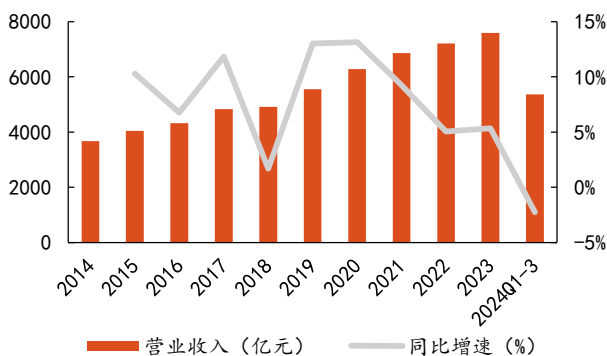
图表 9：基建建设原材料价格



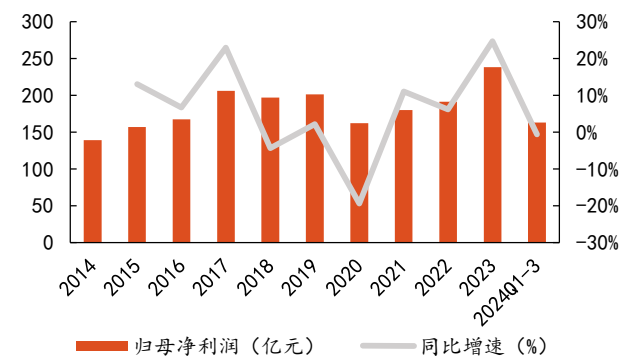
资料来源：Choice EDB 数据库，东方财富证券研究所

收入和利润短期有所下滑。2014 年至 2023 年，公司营业收入由 3,667 亿元提升至 7,587 亿元，CAGR 达到 8.4%；归母净利润由 138.9 亿元提升至 238.1 亿元，CAGR 达到 6.2%。2024Q1-3 公司营业收入/归母净利润分别达到 5,367/162.8 亿元，yoy 分别为-2.3%/-0.6%。长期来看公司营业收入及归母净利润均保持稳健增长，而近年来公司营业收入增速逐步放缓，2024Q1-3 出现短期承压下滑，营业收入和归母净利润均有所下滑。我们判断伴随新签订单结转，公司业绩有望迎来一定程度的改善。

图表 10：2014-2024 年前三季度公司营业收入及增速



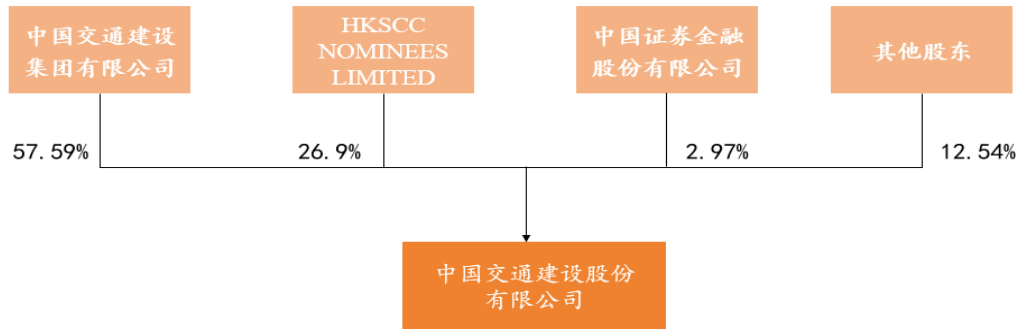
图表 11：2014-2024 年前三季度公司归母净利润及增速



1.3. 股权架构稳定，管理层经验丰富

交建集团为公司最大股东，截至 2024Q3，交建集团占公司总股本的 57.59%，HKSCC NOMINEES LIMITED 占公司股本的 26.9%，其余股东均为股权投资机构小股东，且前十大股东持股比例大多数较上期有所提升。

图表 12: 公司股权结构（截至 2024Q3）



资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

公司积极实施股权激励计划。2023 年 5 月 4 日，公司以 5.33 元/股的价格向 658 人共授予 9795 万股。2024 年 1 月 26 日，公司以 5.06 元/股的价格向 132 人共授予 1645 万股。

管理层根植中交系统，管理经验丰富。公司主要管理人员多为正高级工程师，专业技能过硬，且大部分管理人员都曾在中国交建有丰富的任职经验。

图表 13: 公司主要管理人员履历

姓名	职务	履历
王彤宙	董事长	现任党委书记，执行董事、董事长，同时担任中交集团党委书记、董事长。历任中国建筑发展有限公司总经理；中国建筑工程总公司第六工程局局长；中国有色矿业集团有限公司董事长、党委书记、总经理等。
王海怀	总裁	现任党委副书记，执行董事、总裁，同时担任中交集团党委副书记、董事、总经理。历任交通部第二航务工程局党委委员、副局长、党委副书记、局长；中交第二航务工程局有限公司董事长、总经理、党委副书记等。
杨志超	副总经理	现任党委委员、副总裁。历任中交三公局第三工程有限公司党委书记、副总经理；中交三公局第一工程有限公司党委书记、董事长；中国市政工程西南设计研究总院有限公司董事长等。
刘翔	执行董事	现任公司党委副书记，执行董事，同时担任中交集团党委副书记、职工董事。历任中国航天科工集团有限公司党群工作部副局级巡视员、党群工作部副部长、团委书记，贵州航天工业有限责任公司监事会主席等。自 2021 年 6 月起担任公司执行董事。
孙立强	副总裁	现任公司副总裁、安全总监，同时担任中国交建国际直营业务事业部总经理。历任中国路桥海外工程管理部施工技术处处长；萨那办事处副总经理、项目管理事业部总经理；中交集团总经理助理兼中国交建国际直营业务事业部总经理等。

资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

2. 行业分析：基建稳增长基调，港口桥隧、水利水电、运河等方向维持高景气度

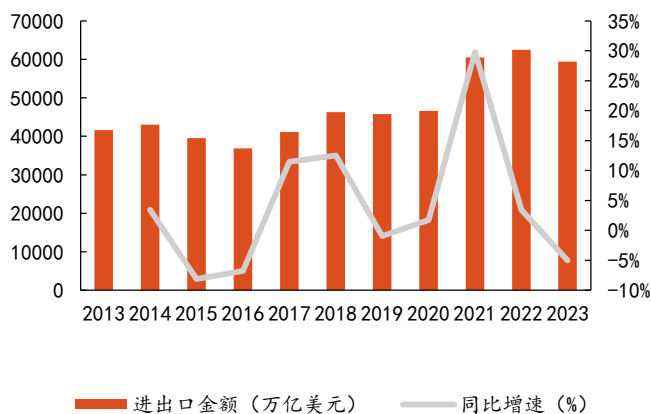
2.1 港口、道路桥隧、水利水电、运河、新能源等公司下游主要业务领域加速发展

公司为中国领先的交通基建企业，围绕“大交通”“大城市”，核心业务领域分别为基建建设、基建设计和疏浚业务，业务范围主要包括国内及全球港口、航道、道路与桥梁、铁路、城市轨道交通、市政基础设施、吹填造地、流域治理、水利水电、建筑及环保等多个领域。

2.1.1 港口：多政策落地下，建设有望再提速

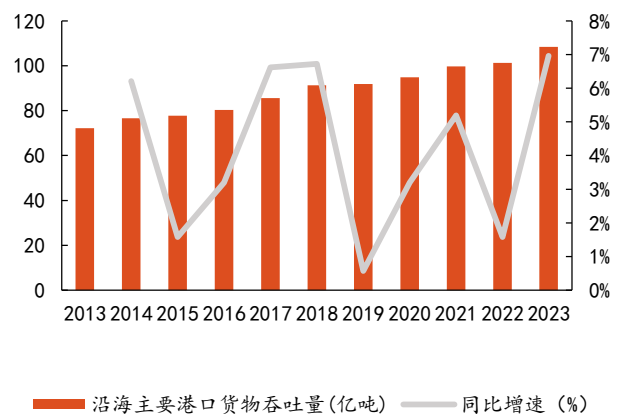
2013-2023 年，我国进出口金额从 4.16 万亿美元增加至 5.94 万亿美元，CAGR 为 3.62%，其中 2021 年进出口金额约 6.04 万亿美元，同比增长 29.81%。我国沿海主要港口货物吞吐量从 72.11 亿吨增加至 108.35 亿吨，CAGR 为 4.16%，其中 2023 年同比增长 6.96%。我们预计未来随着全球经济缓慢复苏和国内经济的持续发展，进出口贸易有望继续增长，港口货物吞吐量也将随之增加，港口建设有望受益。

图表 14: 2013-2023 年我国进出口金额及增速



资料来源：Choice EDB 经济数据库，东方财富证券研究所

图表 15: 2013-2023 年我国沿海主要港口货物吞吐量及增速



资料来源：Choice EDB 经济数据库，东方财富证券研究所

强基优能——港口建设有望提速。外贸货物吞吐量在港口吞吐量中占比较大，2013-2022 年我国进出口金额持稳增长，对港口的需求也有望增加。此外在国家加快建设交通强国的决策部署之下，近年来我国港口发展取得重大进展。根据交通运输部数据，“十三五”期间我国港口预计完成投资 3644 亿元，我国已构成“布局合理、层次分明、功能齐全”的港口格局。“十四五”以来多政策持续加码支持港口建设，其中《水运“十四五”发展规划》预测至 2025 年港口货物吞吐量将达到 164 亿吨，年均增长约 2%~3%，其中沿海港口集装箱吞吐量将达 3 亿标箱，年均增长 5.5%。考虑到存在港口升级、大型港口枢纽建设

以及港口绿色智能化等需求，未来我国港口建设速度有望进一步加快，持续赋能经济发展。

智慧港口是未来建设重要方向。智慧港口是现代港口发展的新理念，交通运输部《关于加快智慧港口和智慧航道建设的意见》提出，到 2027 年，全国港口和航道基础设施数字化、生产运营管理和对外服务智慧化水平全面提升，建成一批世界一流的智慧港口和智慧航道。我们认为未来智慧港口建设为大势所趋，其建设框架将聚焦于作业智能化、管理精细化、协作无缝化等九大方面。

图表 16：近年来国家层面支持港口发展相关政策

颁布时间	政策	颁发部门	主要内容
2024.6	关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见	交通运输部	加快建设国家港口枢纽体系，全面攻坚国家高等级航道，打通内河航运堵点卡点，实施内河水运体系联通工程，高质量构建现代化的港口与航道体系，全面推动全国规划落地实施。
2023.11	关于加快智慧港口和智慧航道建设的意见	交通运输部	到 2027 年，全国港口和航道基础设施数字化、生产运营管理和对外服务智慧化水平全面提升，建成一批世界一流的智慧港口和智慧航道。
2023.3	关于加快沿海和内河港口码头改建扩建工作的通知	发改委等多国家部委	推动港口高质量发展，促进资源节约集约利用，做好沿海和内河港口码头改建扩建。
2022.12	“十四五”现代物流发展规划	国务院	统筹沿海港口综合利用，提升大型港口基础设施服务能力，提高码头现代化专业化规模化水平，提高港口铁路专用线集疏网络效能，优化作业流程，促进铁路、港口信息互联。
2022.6	关于支持国家综合货运枢纽补链强链的通知	财政部、交通运输部	用 3 年左右时间择优支持 30 个左右城市实施国家综合货运枢纽补链强链，优先支持铁水联运型、空铁联运型枢纽，西部地区可优先支持陆空联运型、公铁联运型枢纽。
2022.1	水运“十四五”发展规划	交通运输部	坚持一流标准，以国际枢纽海港、主要港口为重点，优化存量资源配置，扩大优质增量供给，提升服务功能和支撑能力，打造高能级港口枢纽。

资料来源：各政府官网，东方财富证券研究所

2.1.2 道路桥隧：明晰战略规划下建设规模行稳致远

道路桥隧作为综合立体交通网的重要组成部分，其建设是我国加快建设交通强国的重要议题。《国家综合立体交通网规划纲要》指出，到 2035 年，基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网。

➤ 桥隧：规模稳步增长，新建项目充裕

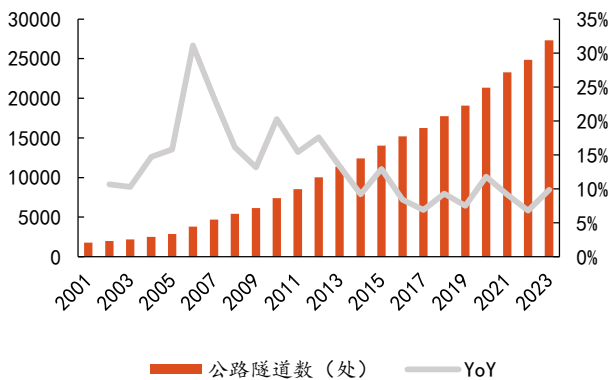
随着我国基础设施不断完善，我国桥隧数量稳步增长。根据交通运输部统计，截至 2023 年底我国建成隧道数/桥梁分别为 27297 处/107.93 万座，2018-2023 年 CAGR 为 9%/4.8%。新增项目方面，国家发改委印发《长江干线过江通道布局规划（2020—2035 年）》，目标到 2025 年，建成过江通道 180 座左右；到 2035 年，建成过江通道 240 座左右。计划 2025 年前，重点推动实施长江沿线地区 79 座过江通道，覆盖四川、重庆、湖北等多地区，我们认为未来过江桥隧项目较充裕。

图表 17: 江苏省过江通道规划建设示意图



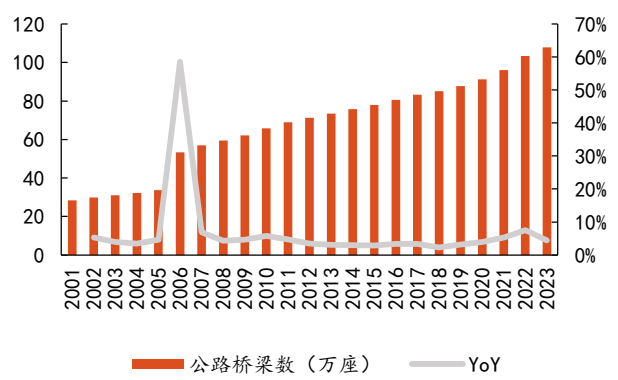
资料来源：搜狐网，东方财富证券研究所

图表 18: 2001-2023 年我国公路隧道数及增速



资料来源：各政府官网，中国水运建设行业协会，东方财富证券研究所

图表 19: 2001-2023 年我国公路桥梁数及增速

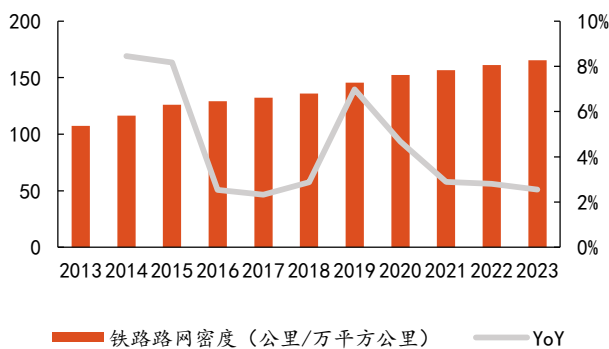


资料来源：各政府官网，中国水运建设行业协会，东方财富证券研究所

➤ 公路铁路：密度里程有望接力再增长

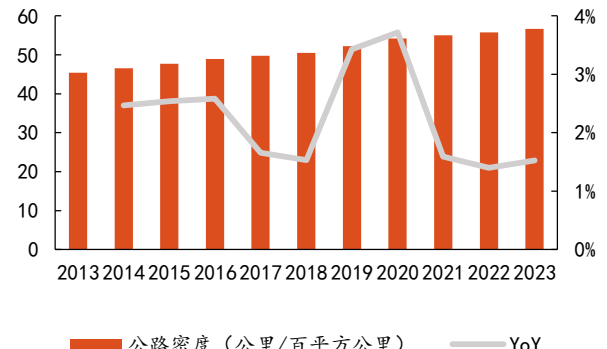
根据交通运输部统计，截至 2023 年我国公路密度约 56.6 公里/百平方公里，铁路路网密度约 165.2 公里/万平方公里。预计在构建现代化高质量国家综合立体交通网要求下，我国公铁路投资建设仍将持续增长。《国家综合立体交通网规划纲要》预计，到 2035 年我国将建成铁路 20 万公里左右，公路 46 万公里左右。未来公铁路建设将具有便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠等特点。

图表 20: 2013-2023 年我国铁路路网密度



资料来源：各政府官网，中国水运建设行业协会，东方财富证券研究所

图表 21: 2013-2023 年我国公路密度



资料来源：各政府官网，中国水运建设行业协会，东方财富证券研究所

图表 22: 国家综合立体交通网 2035 年主要指标表

指标	政策	目标值
便捷顺畅	享受 1 小时内快速交通服务人口占比	80%以上
	中心城区至综合客运枢纽半小时可达率	90%以上
经济高效	多式联运换装 1 小时完成率	90%以上
	国家综合立体交通主骨架能力利用率	60%-85%
绿色集约	主要通道新增交通基础设施多方式国土空间综合利用率提高比例	80%
	交通基础设施绿色化建设比例	95%
智能先进	交通基础设施数字化率	90%
	重点区域多路径连接比例	95%以上
安全可靠	国家综合立体交通网安全设施完好率	95%以上

资料来源：中国政府网，东方财富证券研究所

2.1.3 水利水电：多维度驱动水利行业需求高增

- 顶层重视水资源配置，中央及地方陆续出台规划政策，叠加特别国债投向支持，水利行业投资持续高增
 - 2023 年 4 月习近平总书记考察广东，首站湛江，考察了海洋渔业、生态保护、港口运营、水资源配置 4 大项目。大水桥水库系环北部湾广东水资源配置工程（2023 年 8 月开工建设，总投资超 600 亿元）湛江引调水向南输水的终点站。
 - 2023 年国务院印发《国家水网建设规划纲要》，对水网建设提出了明确的目标和清晰的规划，“要求到 2025 年，建设一批国家水网骨干工程，国家骨干网建设加快推进”；“到 2035 年，基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成”。各省相继出台水网规划，截至 2023 年底，全国 31 省的省级水网建设规划已经完成，云南、江西、福建水网建设总投资额超过万亿，其中，我们总结水网投资主要包括 4 大方向，分别为防洪减灾（约占 40%）、水资源配置（引调水工程等，约占 40%）、水生态修复（约占 20%）、水利数字化（智慧水利等）。
 - 2023 年四季度，中央财政增发万亿国债，资金主要投向水利领域。截至 2024 年 5 月末，在已落地的 1.5 万个项目中，已开工建设的约 1.1 万个，开工率超过 70%；灾后恢复重建项目总体进展较快，以京津冀为重点的华北地区等 8 省市项目开工率达到 80%左右。
 - 水利管理业投资持续高增。2023 年我国水利管理业固定资产投资完成额 yoy 为+5.2%，而后增速上行，并保持增长趋势，2024 年 2-5 月分别同比增长 13.7%/13.9%/16.1%/18.5%，高于基建同比增速。

图表 23: 部分已公布省份水网建设投资额及投资结构

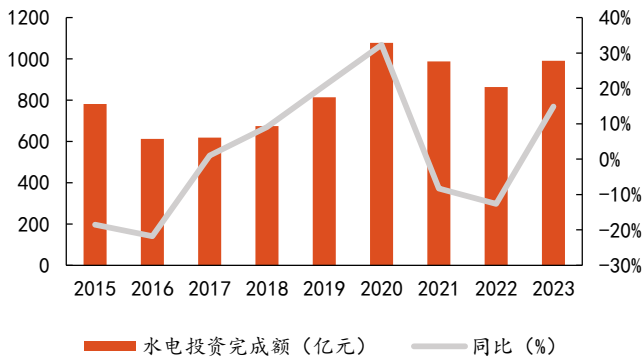
省份	总投资额 /亿元	规划期	期内投资/亿元	项目类型占比			
			总投资额	水资源配置	防洪安保	水生态保护	智慧水利
云南	18500	2035 年前	11800	/	/	/	/
江西	13683	2035 年前	8083	39.2%	36.3%	18.8%	3.2%
福建	10260	2035 年前	8500	49.0%	35.0%	13.0%	3.0%
浙江	9268	2023-2027	9268	41.5%	43.6%	1.2%	1.4%
四川	9034	2035 年前	9034	79.2%	14.0%	3.9%	2.9%
湖北	8520	2035 年前	8520	/	/	/	/

资料来源：江西省水利厅《江西省水网建设规划》2022，福建省水利厅《福建省水网建设规划》2023，浙江省水利厅《关于印发浙江水网建设实施方案（2023-2027 年）项目清单的通知》2023，四川省水利厅《四川省现代水网建设规划》（征求意见稿）2023，云南发布微信公众号，湖北省水利厅官网-水利要闻，中国日报网，东方财富证券研究所

➤ 水电投资稳中有升，装机量稳定增长

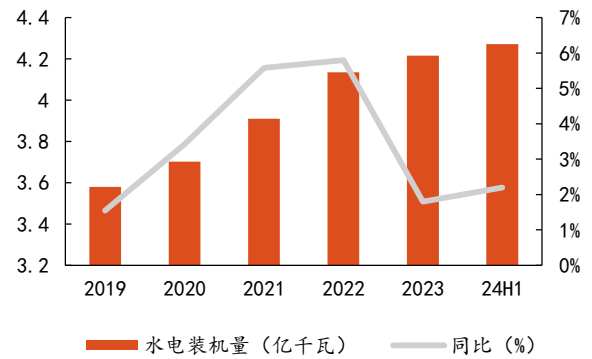
- 水电投资完成额稳步有升。2009-2023 年我国年均水电投资约 900 亿，多年持续在 1,000 亿左右徘徊，2023 年投资完成额 991 亿元，yoy+14.8%。
- 水电装机规模稳定增长。2019-2023 年，我国水电装机量增速保持在个位数水平，2023 年全国水电装机容量 42,154 万千瓦，yoy+1.8%，装机量占比 14.4%，24H1 装机量 42,715 万千瓦，yoy+2.2%。

图表 24: 我国水电基本建设投资完成额及同比



资料来源：Choice 宏观经济数据库，东方财富证券研究所

图表 25: 我国水电发电装机容量及同比



资料来源：Choice 宏观经济数据库，东方财富证券研究所

➤ 雅下项目已获核准

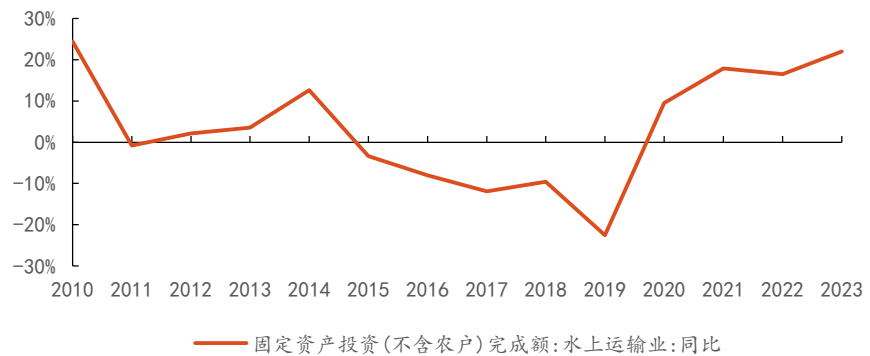
近期雅鲁藏布江下游水电工程已获核准，其理论水能蕴藏量约为 1 亿千瓦，雅鲁藏布江下游大拐弯地区是“世界水能富集之最”，汇集近 7000 万千瓦的技术可开发资源。该项目每年能提供近 3000 亿度清洁、可再生、零碳的电力，发电量约是三峡水电站的 3.5 倍。一旦工程建成，其装机容量预计可达 7000 万千瓦，相当于三峡装机容量的三倍，按 1.72 万元单位千瓦投资额测算，该项目总投资额将超万亿元，将给我国水利水电投资带来明显边际增量。

2.1.4 运河：投资额超 8000 亿，未来高景气度赛道

➤ 运河建设是缩小区域经济差距的重要引擎

伴随着经济发展，公路运输、铁路运输、航空运输日益进步，但一般水运成本只有铁路、公路、航空运输成本的 1/2、1/5、1/20，因此水运凭借其低廉的运输成本，仍然在货物运输通道中保持着重要地位。考虑到沿海港口成为全球物流集散的重要节点，因此东部地区凭借先天区位优势，经济先行发展。未来若想进一步释放我国中西部的经济发展潜力，需要通过修建运河利用水运的成本优势来弥补内陆地区的地理劣势，因此运河的投资建设对于发展区域经济、促进区域经济均衡发展有重要意义。

图表 26: 2020 年以来我国水运行业固定资产投资持续高增



资料来源: Choice 中国宏观数据库, 东方财富证券研究所

➤ 大型运河项目起航正当时，规划中投资额超 8000 亿

近年来运河规划建设提速，江淮运河（950 亿）已于 2023 年通航，平陆运河（727 亿）预计将于 2026 年建成，浙赣粤运河（3200 亿）、湘桂运河（1500 亿）、河南内河水运（1416 亿）、荆汉运河（784 亿）等重要项目均在推进中，上述在建或规划的 6 大运河类项目合计投资额超 8000 亿。

图表 27: 我国目前在建/完工主要运河项目概况

运河名称	规划长度 (公里)	投资额 (亿元)	动工年份	预计建成时间	建成意义
江淮运河	355	950	2016	2023 年已通航	一是江淮运河通航后，周口港进入长江的货船将会节省时间，降低成本。二是使沙颍河融入国家主水网。三是使周口与长江中上游城市群联系更加紧密。
平陆运河	134	727	2022	2026 年	新中国成立以来建设的第一条通江达海的运河工程，也是西部陆海新通道的骨干工程。
浙赣粤运河	1228	1500	-	-	高效连通京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大国家战略区域，重新奠定江西南北水运大通道的优势地位具有重要意义，有效提升江西区位优势，推动江西内陆开放型经济试验区建设，促进江西经济社会发展。
浙赣河	760	1700	-	-	
湘桂运河	300	1500	预计 2024 年完成深化	-	建成后将沟通当前中国货运规模最大的长江、珠江两大水系，打通南北水运大通道，实现全国 36 个内河主要港口中

			论证工作		的 34 个互联互通。
河南内河水运	-	1416	逐步动工	预计 3-5 年	建成后将补齐内河航运短板，提升港口服务能级，打造通达海航运大通道。
荆汉运河	236	784	2025	-	缩短长江黄金水道航程 260 公里、减少运输时间约 14 小时、每年降低物流成本 300 亿元，长江湖北段航运效率大幅提升。

资料来源：各政府官网，央广网，澎湃网，南宁数字民政微信公众号等，东方财富证券研究所

2.1.5 新能源：中国可再生能源装机量增加，有望引领海上风电市场持续增长

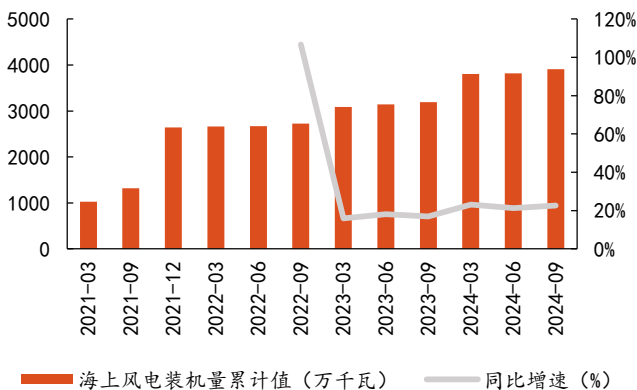
➤ 可再生能源装机量增加，中国占比有望提升

据《2024 年可再生能源报告》显示，自 2024 年至 2030 年期间，全球将增加超过 5500 GW 的可再生能源装机容量，几乎是 2017 年至 2023 年期间增幅的三倍。从 2024 年到 2030 年，仅太阳能光伏发电就将占据全球可再生能源发电装机增长的 80%，中国将占全球可再生能源装机容量的近 60%。到 2030 年底，中国将占全球可再生能源总装机容量的近 50%，而 2010 年这一比例仅为三分之一。

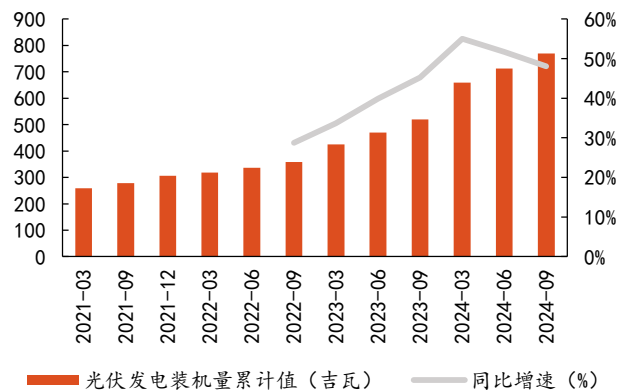
➤ 中国有望拉动全球海上风电市场持续性增长

截至 2024 年 9 月，全国海上风电装机量累计值达到 3910 万千瓦，yoy 为 23%，光伏发电装机量累计值达到 770 吉瓦，yoy 为 48%。《2024 全球海上风电报告》显示，2023 年全球新增 10.8 吉瓦海上风电装机，同比增幅高达 24%，其中，中国连续六年成为全球海上风电装机增速最快的国家，在实现海上风电平价的同时，拉动全球海上风电市场高速增长。到 2028 年，全球海上风电装机有望维持每年 25% 的增速；到 2030 年前后，这一增速或维持在 15% 左右。据《中国海洋能源发展报告 2024》所述，2024 年全球海上风电新增装机容量超 1000 万千瓦，建设和并网规模稳中有升，预计全年新增并网装机容量 800 万千瓦，累计并网装机容量超过 4500 万千瓦，同比增长 21.5%。与传统陆上风电和光伏发电相比，海上风电稳定供能与连续稳定制氢潜力，都预示着海上风电制氢或成为产业发展新方向。

图表 28：我国海上风电装机量累计值及增速



图表 29：我国光伏发电装机量累计值及增速



资料来源：Choice EDB 经济数据库，东方财富证券研究所

资料来源：Choice EDB 经济数据库，东方财富证券研究所

➤ 公司发力综合“交通+新能源”增量市场，中交-光伏“交能融合”项目进入快车道

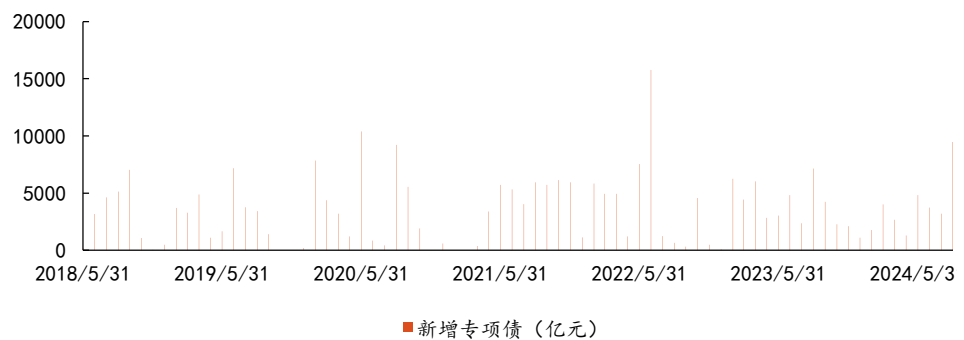
公司参与建设广西省南宁二环高速公路总承包项目、沈阳至海口国家高速公路（荷坳至深圳机场段）改扩建项目主体工程施工项目等多个优质公路项目。水运业务方面，公司聚焦“双碳目标”，围绕新能源港口建设江苏华电赣榆 LNG 接收站项目码头工程 EPC 项目、新能源项目一期设计采购施工总承包等项目。2024 年，中交-光伏“交能融合”项目进入快车道。中交集团下属运营 34 条高速公路“交能融合”超过 20 余个项目进入实施阶段，项目涵盖 130MW 光伏、百余根充电桩项目、储能以及“源网荷储一体化”科研等内容。截至 2024 年 7 月，已经完成 23 条高速公路“交能融合”项目签约，签约容量 102MWp，18 条高速公路“交能融合”项目进入实施阶段。

2.2 基建投资有望受益于化债等稳增长政策

2.2.1 地方化债资金增加

2024 年 11 月，人大常委会举行新闻发布会，明确增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，同时连续五年每年从地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债，累计增加地方化债资金 10 万亿元。2028 年之前，地方需消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元，化债压力大大减轻。根据相关专家基于显性及隐性债务利差的测算，该政策未来 5 年有望降低地方政府财务成本 6000 亿元左右。

图表 30: 我国地方政府专项债发行额



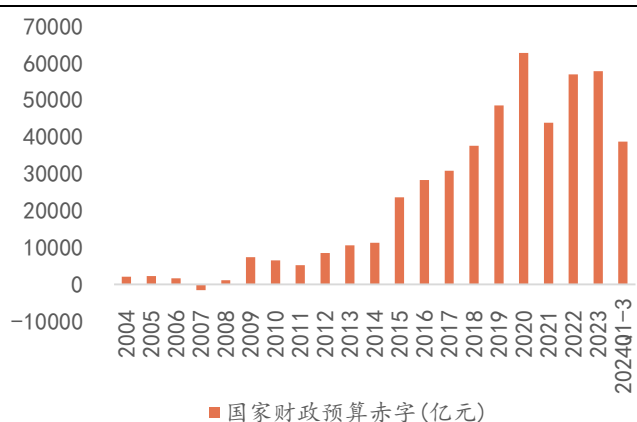
资料来源：Choice 宏观数据，东方财富证券研究所

首提隐性债务规模，强调“化债服务高质量发展”。我们认为此次表态主要突出如下两点。首先本次发布会财政部明确指出“2023 年末全国隐性债务余额为 14.3 万亿元”，是财政部首次公布隐性债务规模，而长期以来该规模一直缺乏明确的数据，我们认为该项数据的公布有助于稳定预期管理，同时为今后化债方针提供更加科学的依据。第二，本次国家表态“发展中化债”，从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变，“通过置换化债，将原本用于化债的资源、时间精力和政策腾出来用于促进发展改善民生和调整产业结构”，体现国家稳增长的决心。

2.2.2 财政仍有宽松空间,投向基建比例有望提升

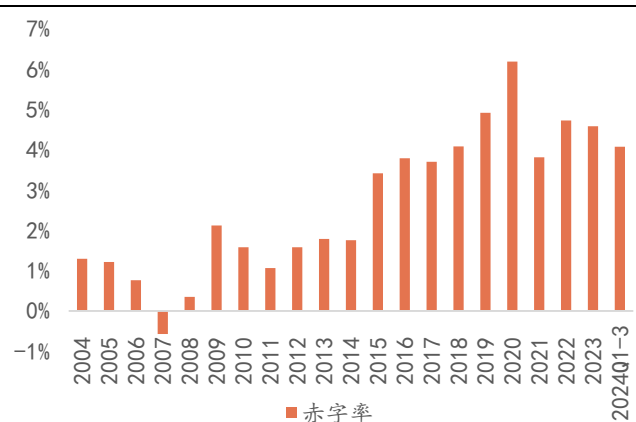
后续财政仍有进一步宽松空间，赤字率有望提升。此次会议上，蓝部长表示中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。目前财政部正在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度。其中包括结合 2025 年经济社会发展目标，实施更加给力的财政政策。一是积极利用可提升的赤字空间。二是扩大专项债券发行规模，拓宽投向领域，提高用作资本金的比重。三是继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设。四是加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模。五是加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度。我们认为后续财政支持力度将视此轮 10 万亿化债效果而定，中央财政仍有足够空间，我们对于中央化债决心持乐观态度。

图表 31:2004 年至今国家财政预算



资料来源: Choice 宏观数据, 东方财富证券研究所

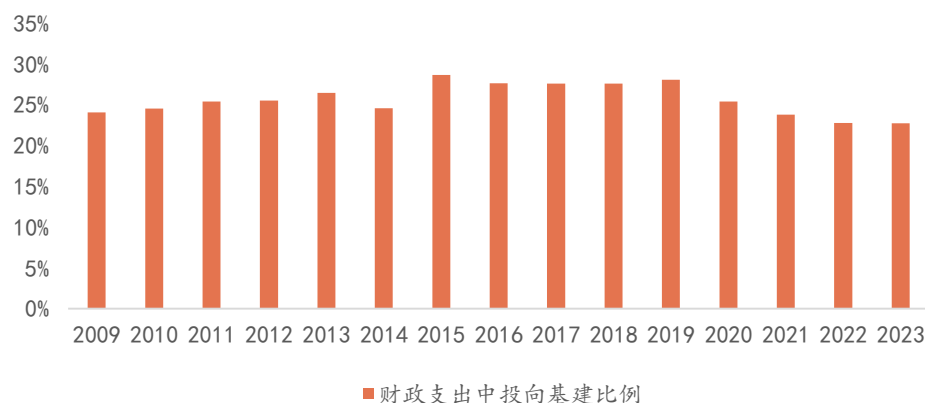
图表 32:2004 年至今我国年赤字率



资料来源: Choice 宏观数据, 东方财富证券研究所

中央财政投向基建比例仍有望上升。此次发布会提及“扩大专项债券发行规模”、“支持国家重大战略和重点领域安全能力建设”，我们认为在稳增长必要性提升时，财政支出中投入基建项目的比例仍将提升。根据我们历史复盘，财政收入当中投向基建比例如果提升，则基建投资通常能够保持中高速增长，而 2023 年，我国财政支出中投向基建类项目的比例为 22.7%，相较于高峰的 28.0%仍有 5 个百分点以上的空间，财政端向基建倾斜的空间仍然充足。

图表 33:我国财政支出中投向基建类项目比例



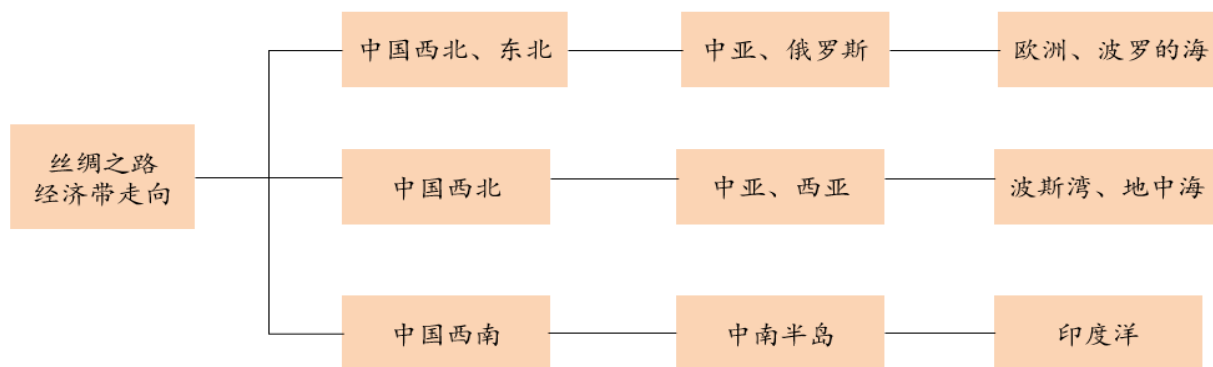
资料来源: Choice 宏观数据, 东方财富证券研究所

2.3 “一带一路”迈向新阶段，基建领域有望受益

2.3.1 共建“一带一路”确定五大经济带走向，提出“六廊六路多国多港”的合作框架

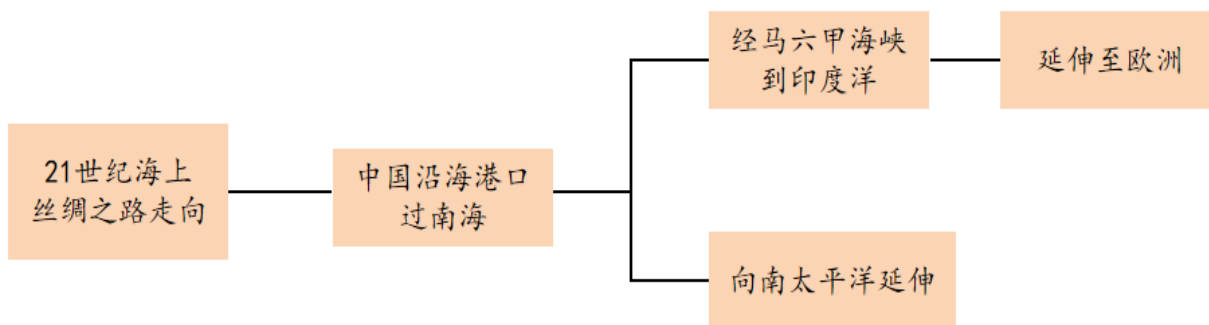
2017年中国发表的《共建“一带一路”：理念、实践与中国的贡献》提出，共建“一带一路”中国确定了五大方向，丝绸之路经济带有三大走向，一是从中国西北、东北经中亚、俄罗斯至欧洲、波罗的海；二是从中国西北经中亚、西亚至波斯湾、地中海；三是从中国西南经中南半岛至印度洋。21世纪海上丝绸之路有两大走向，一是从中国沿海港口过南海，经马六甲海峡到印度洋，延伸至欧洲；二是从中国沿海港口过南海，向南太平洋延伸。

图表 34: 丝绸之路经济带走向



资料来源：中国一带一路网，东方财富证券研究所

图表 35: 21世纪海上丝绸之路走向



资料来源：中国一带一路网，东方财富证券研究所

按照共建“一带一路”的合作重点和空间布局，中国提出了“六廊六路多国多港”的合作框架。“六廊”是指新亚欧大陆桥、中蒙俄、中国—中亚—西亚、中国—中南半岛、中巴和孟中印缅六大国际经济合作走廊。“六路”指铁路、公路、航运、航空、管道和空间综合信息网络，是基础设施互联互通的主要内容。“多国”是指一批先期合作国家。“多港”是指若干保障海上运输大通道安全畅通的合作港口，通过与“一带一路”沿线国家共建一批重要港口和节

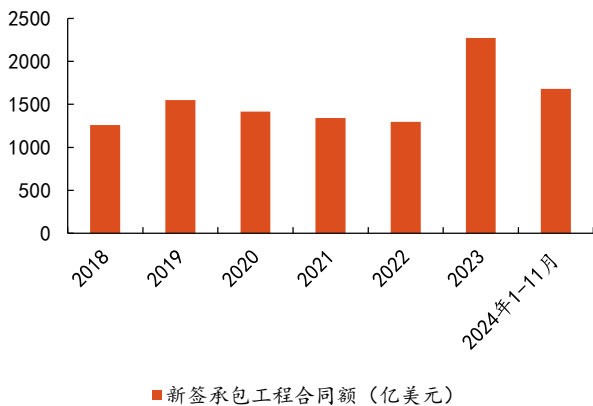
点城市，进一步繁荣海上合作。

2.3.2 中国对“一带一路”国家投资额稳增，基建领域有望受益

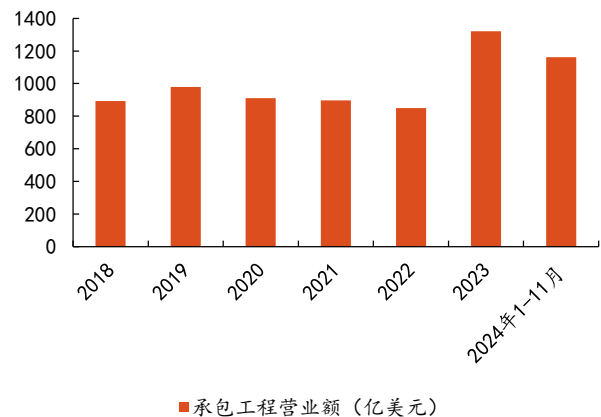
中国企业对“一带一路”国家投资额稳增。截至 2023 年末，中国企业在共建“一带一路”国家设立境外企业 1.7 万家，直接投资存量超 3300 亿美元。2023 年中国企业对共建“一带一路”国家直接投资达到 407.1 亿美元，比上年增长 31.5%。中国企业在共建“一带一路”国家直接投资主要投向制造、建筑、批发零售、电力等领域；与共建国家合作建设了一批境外经贸合作区，截至 2023 年末累计投资近 730 亿美元，为当地创造 53 万个就业岗位。

2023 年中国企业在“一带一路”共建国家承包工程超七成为基础设施项目。2023 年，中国企业在“一带一路”共建国家签订承包工程合同额 2271.6 亿美元，完成营业额 1320.5 亿美元，yoy 分别为 5.7%/4.8%，分别占同期总额的 85.9%/82.1%，其中七成为基础设施类项目，包括一批重大标志性工程项目和“小而美”民生项目。2024 年 1-11 月，我国企业在共建“一带一路”国家新签承包工程合同额 1679.5 亿美元，同比增长 11.8%；完成营业额 1161.4 亿美元，同比增长 2.5%。因此我们认为随着“一带一路”进入高质量发展新阶段，中国企业对“一带一路”国家投资额稳步增加，基建领域有望受益。

图表 36: 中国企业在“一带一路”沿线国家（或共建国家）新签承包工程合同额



图表 37: 中国企业在“一带一路”沿线国家（或共建国家）承包工程营业额



资料来源：中国一带一路网，中华人民共和国商务部，东方财富证券研究所

注：其中 2018-2022 年数据为中国企业在“一带一路”沿线国家新签承包工程合同额，2023-2024 年 1 到 11 月数据为中国企业在“一带一路”共建国家承包工程合同额。

资料来源：中国一带一路网，中华人民共和国商务部，东方财富证券研究所

注：其中 2018-2022 年数据为中国企业在“一带一路”沿线国家承包工程营业额，2023-2024 年 1 到 11 月数据为中国企业在“一带一路”共建国家承包工程营业额。

2.3.3 共建“一带一路”进入高质量发展新阶段

国家推动“一带一路”走深走实。2024 年 3 月 15 日，国家发展改革委主任郑栅洁与安哥拉有关部门签署共建“一带一路”等四份合作文件。2024 年 5 月，“一带一路”国际合作高峰论坛秘书处正式启动工作。根据 2024 年 12 月 2 日第四次“一带一路”建设工作座谈会所述，共建“一带一路”已经进入高质量发展新阶段，要坚持共商共建共享、开放绿色廉洁、高标准惠民生可持续的指导原则，以高质量共建“一带一路”八项行动为指引，统筹推进重大标志性

工程和“小而美”民生项目建设，统筹巩固传统领域合作和稳步拓展新兴领域合作。2024年12月11至12日召开的中央经济工作会议也指出，要推动高质量共建“一带一路”走深走实，完善海外综合服务体系。

共建“一带一路”取得新进展。2024年前三季度，我国与共建“一带一路”国家进出口15.21万亿元，同比增长6.3%。其中出口8.49万亿元，同比增长7.1%；进口6.72万亿元，同比增长5.3%。同时有诸多“一带一路”重点项目取得新进展，2024年11月中秘共建“一带一路”重点项目钱凯港开港，2024年12月27日，中吉乌铁路项目启动仪式在吉尔吉斯斯坦贾拉拉巴德举行，截至2024年11月底，中欧班列累计开行已超10万列。

图表 38：“一带一路”项目最新进展

项目	最新进展
丝路海运	截至2024年9月，2018年底在厦首开的“丝路海运”，命名航线已达132条，通达全球46个国家和地区的145座港口，联盟成员总数达343家，运输集装箱超1900万标箱。
雅万高铁	截至2024年10月17日，全长142.3公里的雅万高铁已累计发送旅客579万人次，单日旅客上座率最高达99.6%，动车组列车安全运行超257万公里。
中欧班列	截至2024年11月底，中欧班列累计开行已超10万列，通达欧洲25个国家227个城市、亚洲11个国家超100个城市。十余年来，中欧班列累计运送货物超1100万标箱。
钱凯港	2024年11月中秘共建“一带一路”重点项目钱凯港开港。
中吉乌铁路	2024年12月27日，项目启动仪式在吉尔吉斯斯坦贾拉拉巴德举行，标志着该项目前期工作取得重大进展。项目计划于2025年7月正式开工建设，工期6年。
中老铁路	近3年累计发送旅客超4300万人次，运输货物4830万吨，国际“黄金大通道”活力奔涌。

资料来源：中国一带一路网，中国政府网，腾讯网等，东方财富证券研究所

3. 新兴业务加速发展，估值空间有望修复

3.1 公司大交通业务实力领先，参与基建领域多个重要工程

交通建设主业具备绝对优势，是行业标准的制定者。公司在行业内优势地位显著，是世界最大的港口、公路与桥梁的设计与建设公司、世界最大的疏浚公司；中国最大的国际工程承包公司；拥有世界上最大的工程船船队。在此基础上，公司参与了交通建设领域的多数重要工程，并成为行业标准的制定者。截至2024年6月末，公司作为主参编累计参与颁布国家标准168项、行业标准537项。

➤ 平陆运河

作为交通基础设施行业国家队，中国交建全过程深度参与了平陆运河的规划、设计、施工等环节，是施工图设计的总牵头单位，包揽了控制性工程——三大枢纽即企石枢纽、青年枢纽、马道枢纽的全部施工。平陆运河是新中国成立以来建设的第一条江海连通的大运河，是西部陆海新通道的骨干工程，是交通强国的标志性工程，也是中交“一号工程”。项目始于南宁横州市西津库区

平塘江口，经钦州灵山县陆屋镇沿钦江进入北部湾，全长 134.2 公里。全线按内河 I 级航道标准建设，可通航 5000 吨级船舶。项目开发任务以发展航运为主，结合供水、灌溉、防洪、改善水生态环境等，主要建设航道工程、航运枢纽工程、水利设施改造工程、沿线跨河设施工程以及配套工程。工程概算约 727 亿元，建设工期 54 个月，计划 2026 年主体建成。建成通航后，将直接开辟广西及西南地区运距最短、最经济、最便捷的通往东盟地区的通道，西南地区货物经平陆运河出海较经广州港出海缩短内河航程 560 公里以上。目前，平陆运河三大枢纽船闸混凝土浇筑已进入施工高峰期。

图表 39：平陆运河示意图



资料来源：财经杂志微信公众号，巴林右旗青年微信公众号，东方财富证券研究所

图表 40：平陆运河三大枢纽

序号	名称	承建单位	描述
1	马道枢纽	中交二航局	是全线最大标段和控制性工程，未来将建成世界上最大的内河省水船闸，是平陆运河第一梯级枢纽，通航建筑物为双线 5000 吨级省水船闸，布置三级省水池。截至 2024 年 11 月 30 日，单日生产和浇筑预冷混凝土达到 1.64 万立方米，刷新了世界纪录。项目采用了亚洲最大的强制性搅拌机、履带式布料机与专用罐车相配合的工艺、“智能动态监护仪”。
2	企石枢纽	中交一航局	是平陆运河规划三座梯级中的第二座梯级，长度约 3.1 公里，通航建筑物为双线 5000 吨级省水船闸，布置三级省水池。
3	青年枢纽	中交四航局	是平陆运河规划三座梯级中的最下游梯级，建设为互灌互泄型式省水船闸，是靠海最近的第三梯级枢纽，处于咸淡水交界处，针对当地洄游鱼类设计了专属鱼道。

资料来源：公司官网，各政府官网，中新网等，东方财富证券研究所

图表 41：马道枢纽现状



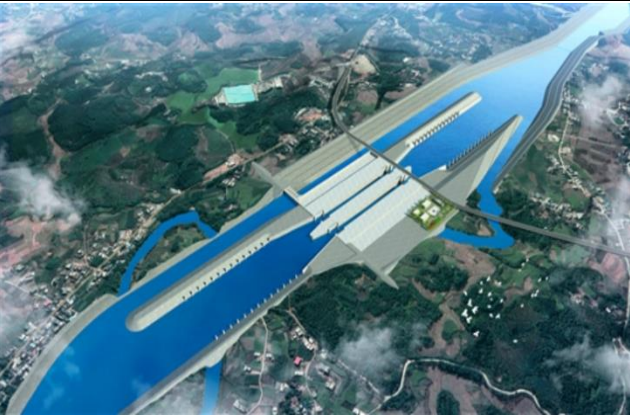
资料来源：广西壮族自治区人民政府官网，东方财富证券研究所

图表 42：马道枢纽效果图



资料来源：广西壮族自治区人民政府官网，东方财富证券研究所

图表 43：企石枢纽效果图



资料来源：广西壮族自治区人民政府官网，东方财富证券研究所

图表 44：青年枢纽效果图



资料来源：广西壮族自治区人民政府官网，东方财富证券研究所

➤ 宁波舟山港

从 20 世纪 70 年代以来，公司参与了宁波舟山港主要港区的设计、建设并提供岸桥装备，提供了优质完善的全产业链服务，助力宁波舟山港成为我国乃至全球唯一拥有双“千万箱级”单体集装箱码头的现代化大港。宁波舟山港位于中国大陆海岸线中部、长江经济带的南翼，是国内重要的铁矿石中转基地、原油转运基地、液体化工储运基地和华东地区重要的煤炭、粮食储运基地。2023 年，宁波舟山港完成货物吞吐量超 13.24 亿吨，连续 15 年蝉联世界第一。

图表 45：宁波舟山港相关工程案例

序号	名称	承建单位	描述
1	梅山港区码头二期工程	中交三航局	位于梅山岛东南侧、青龙山西侧，建设规模为 2 个 20 万吨级和 3 个 15 万吨级专业化集装箱泊位及相应的配套工程，是目前全国新建最高等级集装箱泊位，可靠泊全球最大集装箱船。码头岸线总长 2150 米，总投资约 78 亿元。据估算，待梅山二期项目全面投产后，梅山港区年集装箱吞吐量将超过 1000 万标准箱，届时梅山港区年通过能力新增 430 万标箱，也将诞生宁波舟山港第二个“千万箱级”单体集装箱码头。
2	宁波舟山港金塘港区大浦口集装箱码	中交三航局	截至 2024 年 1 月，顺利通过省交通运输厅组织的竣工验收。项目于 2007 年启动建设，共建设 5 个 7-10 万吨级集装箱泊位，泊位总长 1774

	头工程二阶段项目		米，设计年吞吐量 250 万标准箱，陆域面积 238 公顷，总投资 64.34 亿元。
3	浙江宁波舟山港六横港区自在盛达 3 号码头	中交路建	截至 2024 年 10 月，项目主体完工，顺利进入收尾疏浚阶段。项目位于舟山市六横岛的东北部，码头结构总长度为 320 米，停泊水域长度为 359 米，平面布置形式为蝶形布置，设计通过能力 492.7 万吨/年。
4	宁波舟山港六横高速公路大桥一期工程	中交路建-宁波交工集团联合体	截至 2024 年 12 月，主线沥青路面铺设工程顺利完工，实现全面贯通。工程全长 10.8 公里，为双向六车道，总投资约 45 亿元。全线布设特大桥 2 座，大桥 5 座，隧道 2 座，互通立交 3 处，匝道收费站 1 处等。

资料来源：各政府官网，中交三航局宁波分公司微信公众号等，东方财富证券研究所

张靖皋长江大桥

公司中标张靖皋长江大桥多个标段，其中中交二航局中标 A1 标段，2024 年 12 月 3 日 A1 标桩基全部完工，中交路桥建设中标 A3 标段，中交一公局中标 A5 标段。张靖皋长江大桥建设稳步推进，大桥南航道桥主塔已进入百米高空施工阶段，已进入从下部结构向上部结构转换的关键时期，预计 2025 年年底实现封顶，是目前在建的世界最大跨度桥梁，是“中国桥”首次突破 2000 米跨径大关的开篇之作。2024 年 12 月 10 日，张靖皋长江大桥南航道桥南主塔 T15 节段吊装完成，主塔攀升至 156 米的新高度，标志着世界最高悬索桥索塔吊装进度过半。大桥南主塔高 350 米，建成后将成为世界最高悬索桥索塔，张靖皋长江大桥作为国家“十四五”期间重点推动建设的过江通道项目，大桥跨江段全长 7859 米，连通张家港、靖江、如皋三市，预计 2028 年建成通车。

图表 46：张靖皋长江大桥线路示意图



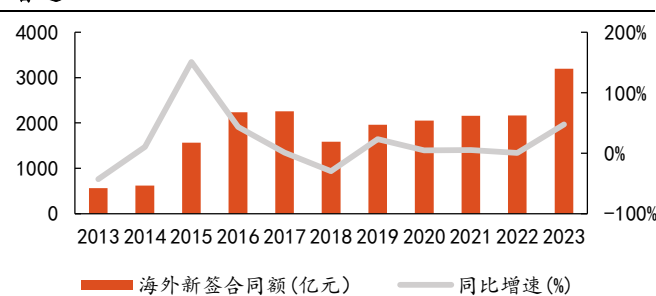
资料来源：湖北日报，中国新闻周刊微信公众号，东方财富证券研究所

3.2 公司积极践行“海外优先”战略，深入推进“公司国际化 2.0”迭代升级

公司积极践行“海外优先”战略，积极配合和服务国家战略，精准对接“一带一路”倡议部署，全力推进交通基础设施互联互通和民生改善，主动贡献中国智慧与中国方案。公司锚定一个总体目标，确保中国和亚洲国际承包商第一的绝对领先优势，至 2025 年公司海外综合贡献度继续提升，净资产收益水平高于公司平均水平。公司持续升级“国际化”战略，在《海外优先发展实施方案》基础上纵深推进海外改革，印发并实施《“公司国际化”深化改革实施方案（2023-2025 年）》，优化调整“1+4+N”海外经营主体结构和“1+4+0+P”海外四级管理结构，推进国别组织“0”建设，提升境外组织管理集约化水平。公司海外市场主体形成“四轮驱动”格局，推优扶强海外“头部”三级公司，全面加快推进国别（地区）组织建设。

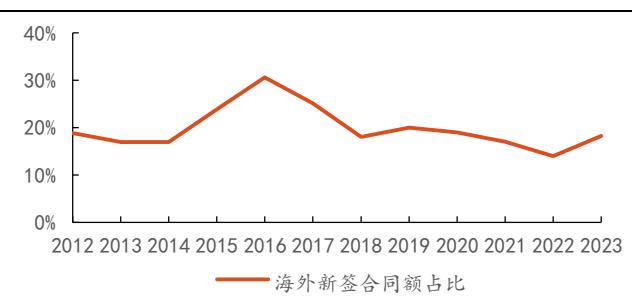
在境外市场方面，公司成功进入非洲、亚洲、南美洲、大洋洲等铁路建设市场，建成运营及在建多个重大铁路项目，并成为第一批获颁“铁路运输许可证”的工程建设单位。2013 年至 2023 年，公司海外新签合同额从 563.94 亿元增加至 3197.46 亿元，增长幅度约 467%。2023 年公司海外新签合同额占比为 18.24%。2024 年上半年公司各业务来自于境外地区的新签合同额为 1960.65 亿元，同比增速为 38.88%，约占公司新签合同额的 20%。

图表 47：公司 2013-2023 年海外新签合同额及同比增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

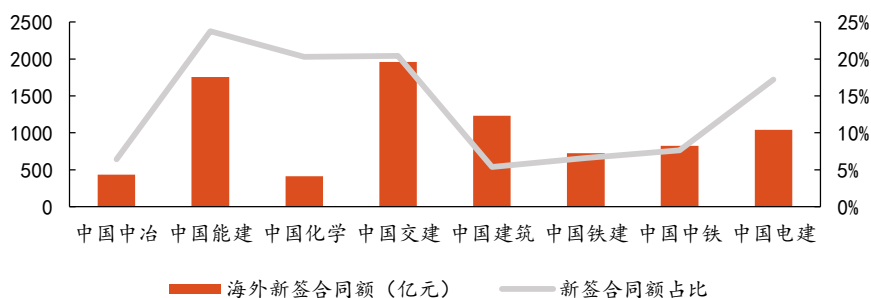
图表 48：公司 2012-2023 年海外新签合同额占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

根据我们对八大建筑央企 2024 年上半年的海外新签合同额及其占比对比发现，公司的海外新签合同额为 1960.65 亿元，海外新签合同额占比超 20%，仅次于中国能建（23.75%）。

图表 49：八大建筑央企 2024 年上半年海外新签合同额及占比



资料来源：各公司公告，东方财富证券研究所

公司承建的马东铁项目，是中国企业目前在海外承建的最大单体交通基础设施项目之一，也是未来几年马来西亚乃至东南亚最受关注的超级工程。项目全长 600 多公里，设计客运列车时速 160 公里、货运列车时速 80 公里，建成后将马来西亚的 4 个州连接起来，成为连通马来半岛东西海岸的“陆上桥梁”，填补了马来半岛东西两岸没有铁路的空白。

马东铁项目合同总额约 859 亿元人民币，项目在 2017 年 8 月正式开工；截至 2023 年 10 月底，已为马来西亚及周边国家创造超过 1.8 万个就业机会，招录属地员工累计超过 6500 人次，合作的当地企业超过 1900 家；2024 年 2 月正线首铺段长轨直铺顺利完成；2024 年 9 月，“马东铁项目四分部”顺利完成全线铺轨工作面移交，标志着马东铁项目四分部建设段落主体工程全部完工；截至 2024 年 11 月，项目正线长轨直铺累计完成 300.6 公里，超过正线总长度 594.7 公里的 50%；2024 年 12 月 18 日，公司与马来西亚铁路衔接公司签署联合运维协议；项目计划于 2027 年年底完工。

图表 50：马东铁项目示意图



资料来源：中国交通新闻网，东方财富证券研究所

3.3 公司加速发展水网建设、海上风电等新兴业务

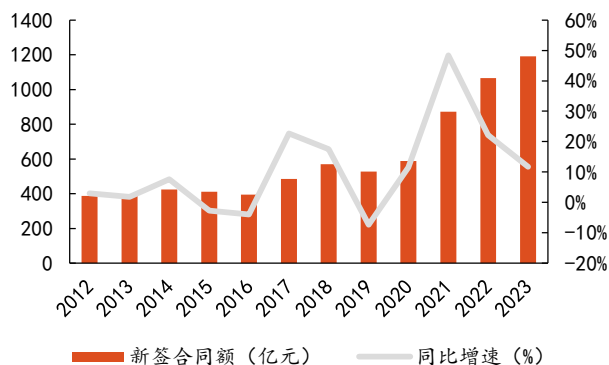
公司战略性新兴产业主要涉及新一代信息技术、高端装备制造、新材料、新能源、节能环保、相关服务业等 8 个重点领域，现阶段重点发力海上风电、北斗技术应用、海上铺缆铺管等 25 个细分赛道，形成重大投资、产业并购、技术研发、标准制定等一揽子支持政策和具体举措。

3.3.1 水网建设：疏浚业务新签合同额保持稳健增长，签约平陆运河、智利鲁凯威水电站等多个重要工程

2012 至 2023 年间，公司疏浚业务新签合同额保持稳健增长，且近三年增幅较大。我们回顾了 2012-2023 年间中国交建的疏浚业务新签合同额及其同比增速、占比。自 2012 年至 2023 年，疏浚业务新签合同额从 386.48 亿元增加至 1191.93 亿元，2021、2022、2023 年疏浚业务新签合同额同比增速分别为

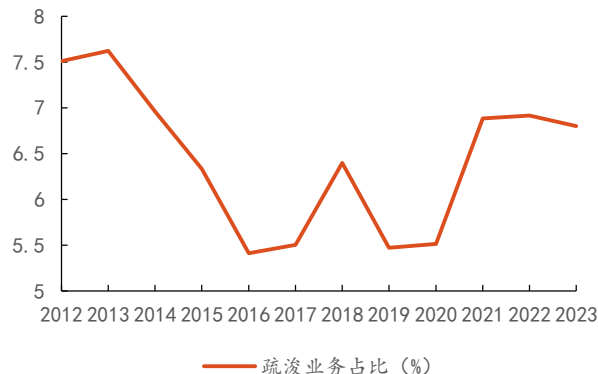
48.38%/22.17%/11.76%，新签合同额占比分别为 6.89%/6.92%/6.80%。

图表 51：疏浚业务新签合同额与同比增速



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 52：疏浚业务新签合同额占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司附属子公司多次中标平陆运河项目。2022 年公司附属子公司中标参与平陆运河航道工程的勘察设计、可行性研究、先导工程建设，2023 年再次中标平陆运河的跨河桥梁、航运枢纽工程、船闸、航道等重要项目。二航局、一航局、四航局分别中标西部陆海新通道广西平陆运河工程施工第 3、5、12 标段，中标总金额约 124.52 亿元。

图表 53：公司签约的部分平陆运河合同

序号	合同名称	承建单位	金额 (亿元)
1	平陆运河航道工程施工 NO. SN3 标段	中交二航局	52.78
2	平陆运河航道工程施工 NO. SN5 标段	中交一航局	41.46
3	平陆运河航道工程施工 NO. SN12 标段	中交四航局	30.28
4	平陆运河跨线桥梁工程施工 NO. QL7 标段	中交路桥建设	6.79
5	平陆运河航道工程施工 NO. HD1 标段	中交广州航道局	17.36
6	平陆运河枢纽工程施工 NO. HD15 标段	中交天津航道局	18.27
7	平陆运河枢纽工程施工 NO. HD8 标段	中交上海航道局	17.61
8	平陆运河枢纽工程施工 NO. HD9 标段	中交三航局	14.66

资料来源：公司公告，爱企查，腾讯网，东方财富证券研究所

平陆运河是西部陆海新通道的重要组成部分，是珠江—西江流域连接北部湾港的亿吨级水运交通大动脉。平陆运河线路全长约 140 公里，起点位于南宁市邕江下游 150 公里的横州市西津水库平塘江口，跨沙坪河与钦江支流旧州江分水岭，经钦州市灵山县陆屋镇沿钦江干流南下进入北部湾钦州港海域。2022 年 8 月，平陆运河正式开工建设，工期 52 个月，计划 2026 年年底主体建成。平陆运河建成通航后，将直接开辟广西内陆及我国西南、西北地区运距最短、最经济、最便捷的出海通道，促进“东盟地区-北部湾经济区-成渝经济区-粤港澳大湾区”跨境跨区域产业链供应链构建。

公司 2024 年签约的智利鲁凯威水电站 EPC 总承包项目，是中交集团在智利投资开发的首个项目，也是其将水电投资纳入主业的第一个水电站项目，标

志着中交集团内部协同发展在南美市场迈出重要一步。

图表 54：公司签约的部分水电站项目

序号	工程名称	签约时间	承包单位	位置	描述
1	肃北东 280 万千瓦抽水蓄能电站投资开发	2024 年 11 月	中交二公局	甘肃省酒泉市境内	总投资约 165.6 亿元，拟装机容量 280 万千瓦，额定水头 580 米，安装 8 台单机容量 350 兆瓦的立轴单级单转速混流式水泵水轮机组。
2	智利鲁凯威水电站项目	2024 年 6 月	中交一公局	比奥比奥大区的比奥比奥河	为该流域规划 6 级水电站中的第 4 级，主要任务为发电。坝址控制流域面积 7164 平方公里，多年平均流量 434 立方米/秒，水库正常蓄水位 264.5 米，正常蓄水位以下的库容 839 万立方米。

资料来源：北极星水力发电网，永年区进出口商会微信公众号，东方财富证券研究所

公司致力于建设美丽中国，在湖北、安徽等多地参与流域治理、污水处理项目。公司生态环保领域围绕水资源、水生态、水环境系统性、综合性治理需求，聚焦长江、黄河、珠江等重点流域治理，城乡水处理和污水管网、资源化利用等方向，发挥防污、治污、降碳减污等技术产品优势，巩固行业领先地位。公司持续关注矿山生态修复、海洋生态保护修复、土壤治理等山水林田湖草沙一体化保护修复市场，助力生态环保业务可持续发展。

图表 55：公司重点流域治理工程案例

序号	工程名称	承建单位	位置	中标公示日期	中标金额 (亿元)	描述
1	新一轮太湖生态清淤梅梁湖区工程	中交天航局	无锡市滨湖区梅梁湖区域	2024 年 2 月	12.16	湖区清淤面积约 28.9 平方公里，清淤工程量约 834.10 万立方米，工期 60 个月，2024 年计划完成清淤量 150 万立方米。
2	长江铜陵河段综合治理工程	中交天航局	安徽省境内的长江铜陵河段	2024 年 7 月	1.04	长江铜陵河段综合治理工程，护岸工程共 16 段，总长度 39480 米，中新建水上护坡 29740 米，新建水下护脚 35165 米，加固水下护脚 2930 米，批复总投资额 100040 万元。
3		中交一航局			0.95	
4	大角湾海岸带生态修复项目	中交一航局、中交水运规划设计院	海南乐东县佛罗镇	2024 年 7 月	3	计划工期 730 日历天。施工内容包含总长 3.8 公里的岸线整治修复，建设 14 道离岸堤、3 道丁坝，长 1.6 公里的滩面整理岸段。
5	湖北武当山特区流域综合整治剑河支沟治理项目	中交路建	湖北武当山	2024 年 6 月	1.39	计划工期 300 日历天。该项目位于十堰市武当山旅游经济特区，含新建约 11 万米的污水管道和 5654 米的雨水管涵。

资料来源：各政府官网，采招网，交通建设新闻网，网易新闻等，东方财富证券研究所

3.3.2 海上风电：公司将持续打造“中交海风”品牌

公司将聚焦新兴产业，持续打造“中交海风”品牌。公司在烟台市、汕头市、东营市等全国各地开展海上风电勘查、监理、咨询工作。按照项目类型划分，2024年上半年，公司海上风电占城市建设新签合同额的2%。公司将聚焦“3060”双碳目标，依托数字化、智慧化管理赋能，持续打造中国海上风电第一品牌。

图表 56：公司部分海上风电中标项目案例

序号	项目名称	中标单位	中标公示日期	金额 (亿元)	位置	细节
1	华能山东分公司北L场址海上风电项目	中交三航局 中交一航局	2024年11月15日	5.97 6	山东省山东半岛北部海域	总装机容量为504MW，拟建设42台单机容量12MW的风电机组，配套建设一座220千伏海上升压站、一座陆上集控中心和配套海底电缆。计划工期：第一台风机基础施工2025年2月；风机基础施工全部完成2025年5月；风机安装全部完成2025年5月；全部风机并网完成2025年6月；风机240小时试运行2025年7月。
2	华能江苏大丰海上风电项目风机基础施工及风机安装施工工程一标段	中交一航局	2024年9月7日	5.5	江苏省盐城市大丰区海域	目前国内离岸距离最远的海上风电场，规划总装机容量为400兆瓦，其中一期工程装机容量300兆瓦。此次中标的一标段工程共包含20台5.0兆瓦风机单桩基础、13台4.2兆瓦风机单桩基础施工，以及20台5.0兆瓦风机、14台4.2兆瓦风机安装所涉及的全部工作。
3	上海东海大桥近海风电场风电机运输、安装、电气、通讯连接、警示系统工程	中交三航局	2024年6月4日	2	上海市东海大桥东部海域	总装机容量为102MW，主要内容是运输和安装风电场34台风电机的相关设备和系统，包括塔筒、机舱、叶轮、主控制柜和变频器柜、高低压开关电气设备、塔基升压变压器与外部电力电缆、光缆连接的电气系统、警示系统等，是内个近海风电场项目。
4	华能玉环2号海上风电项目	中交三航局	2024年4月8日	66.7	浙江省台州市玉环市披山海域	计划安装36台14MW的风电机组，总装机规模达到504MW。项目全容量投产后，预计年发电量将达到168822万千瓦时，不仅能节约标煤约52.7万吨，还能减少二氧化碳排放143.9万吨。
5	华能瑞安1号海上风电项目的风机基础施工及风机安装工程I标段	中交三航局	2024年4月8日	3.99	浙江温州市瑞安市	其规划容量为300MW。核心任务为安装11台单机容量高达14MW的风机，并配套建设一座220千伏的海上升压站。

资料来源：国务院国有资产监督管理委员会，龙船风电网，北极星风力发电网等，东方财富证券研究所

3.4 公司高质量共建“一带一路”，参与一大批标志性项目

长期以来，公司在“一带一路”共建国家累计投资建设 3000 多个基础设施项目，在非洲累计投资建设 1500 余个基础设施项目，修建公路 7000 余公里、桥梁 100 余座、重点港口 80 余座。中文集团聚焦“六廊六路多国多港”架构，在“一带一路”共建国家建设了尼日利亚莱基港、柬埔寨金港高速、马东铁、波哥大地铁等一大批标志性项目，新签沙特新城等多个重大项目，“一带一路”建设成果丰硕。

2024 年上半年，公司在“一带一路”共建国家实现新签合同额 207.29 亿美元。其中，中东地区实现新签合同额 48.03 亿美元。自共建“一带一路”倡议提出以来，累计新签合同额 2,554.87 亿美元。

图表 57：蒙内铁路示意图



资料来源：中华人民共和国商务部，东方财富证券研究所

图表 58：波哥大地铁一号线示意图



资料来源：澎湃新闻（西安发布），东方财富证券研究所

图表 59：公司在“一带一路”共建国家的参与项目

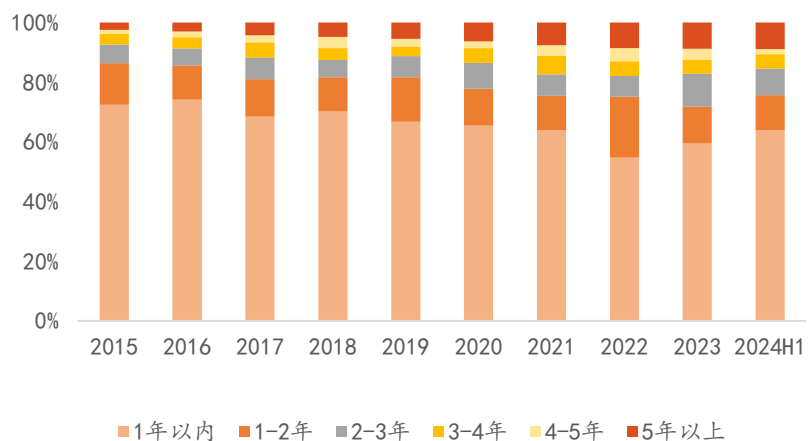
项目名称	进展	描述
马东铁项目	于 2017 年 8 月 9 日开工，2024 年 9 月项目四分部顺利完成全线铺轨工作面移交，主体工程全部完工。	建设里程约 665 公里，合同总额约 859 亿元人民币，是中国企业境外在建的最大工程，项目预计于 2027 年年底完工。
哥伦比亚波哥大地铁一号线特许经营项目	2021 年 8 月 17 日开工，截至 2024 年 3 月，项目的最新建设进程达 30.86%，预计到 2026 年第 1 季度，完成 5.7 公里的高架轨道建设。	是哥伦比亚迄今为止规模最大的单体项目，采用“投建管一体化”模式，特许经营期约 28 年，总长 23.96 公里，额定运营时速 42 公里。
肯尼亚蒙内铁路	于 2017 年 5 月 31 日建成通车，已安全运营 6 年多，促进肯尼亚 GDP 增长至少 2%	正线全长 592 公里，是中国和肯尼亚共建“一带一路”的旗舰项目，是肯尼亚独立以来建设的首条铁路。
诺维萨德—鲁马快速路项目	截至 2024 年 8 月，隧道开挖里程约占总进度 60%。	是塞境内最长隧道，全长 45.18 公里。花环隧道为该项目控制性关键工程，长约 3.5 公里，设计时速 80 公里。
尼日利亚莱基港项目	2020 年 6 月开工建设，2023 年 1 月 23 日开港运营	是尼日利亚首个现代化深水港，也是西非地区最大的港口之一，年设计处理能力 120 万个标准集装箱。在特许经营期内，将为尼日利亚创造 17 万个就业机会，3610 亿美元的总体经济效益。
柬埔寨金港高速	2019 年 6 月开工，2022 年 10 月通车运营	是柬埔寨第一条高速公路，项目建成后，从柬埔寨首都金边到西哈努克港的车程由 5 小时缩短至 2 小时。

资料来源：公司官网，搜狐网，中国网等，东方财富证券研究所

3.5 化债有望改善公司现金流及回款

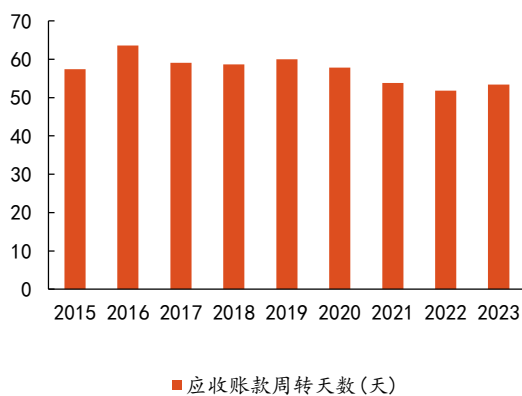
我们认为化债政策的推进有望改善公司现金流及回款。2022 年到 2024 年上半年公司一年以内应收账款占比增加，账龄结构变化不大，整体较为稳定。化债政策的推进可能促使地方政府加快解决欠款问题，从而使公司短期账龄的应收账款占比增加。2019-2023 年，公司的应收账款周转天数从 60 天减少至 53.38 天，应收账款回收问题有所改善。此外 2021-2023 年，公司经营活动产生的现金流量净额从-126.43 亿元增加至 120.74 亿元，表明公司经营活动运转良好，盈利质量增加。如果化债执行顺利，订单执行及现金回款随之改善，有望进一步改善公司回款及现金流。

图表 60：公司应收账款账龄结构



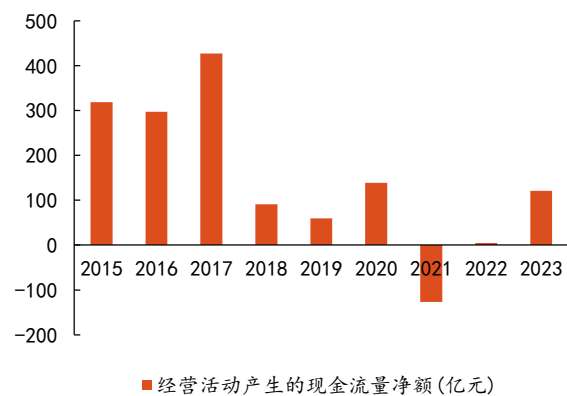
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 61：公司应收账款周转天数



资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

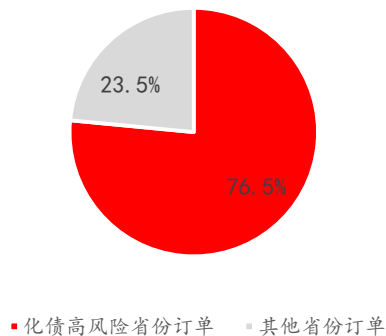
图表 62：公司经营活动产生的净现金流



资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

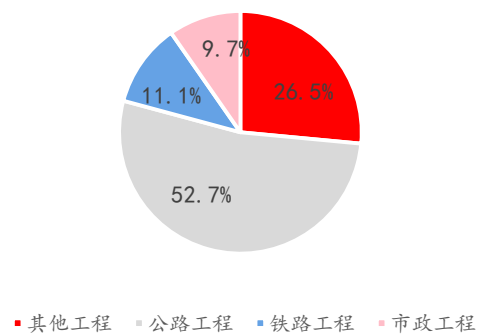
根据我们对于中国交建公告的重大订单项目统计，2023-2024 年前三季度，公司位于 12 个重点化债省份的新签订单为 647.3 亿元，占近两年累计公告重点订单额的 23.5%，其中高风险类项目订单占比 88.9%（分类型来看，市政工程、公路工程、其他工程被我们列为高风险项目）。我们认为如果各省份化债顺利推进，有望改善公司订单与回款情况。

图表 63：2023-2024 年前三季度公司化债省份订单占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

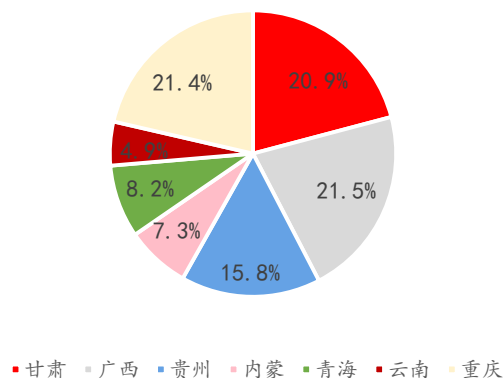
图表 64：2023-2024 年前三季度公司化债省份订单各类型占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

分地区而言，公司重大订单涉及最多的省份为广西（21.5%）、重庆（21.4%）、甘肃（20.9%）。我们判断各省份化债进度将有所不同，但最终相关项目风险总体将得到有效缓解。

图表 65：2023-2024 年前三季度公司化债省份订单分地区占比



资料来源：公告公告，东方财富证券研究所

3.6 市值管理指引下公司估值空间有望修复

3.6.1. 国企改革逐渐深化进一步提升估值

近期多篇市值管理文件发布，公司有望迎来估值修复。2024 年 12 月 17 日，国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，明确提出建立股票常态化回购增持机制，积极解决控股上市公司长期破净问题，将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核。2024 年 11 月 15 日晚间，证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》（以下简称《指引》）。《指引》正式稿进一步明确，市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司应当就估值提升计划执行情况在年度业绩说明会中进行专项说明，并鼓励通过多种手段提升公司价值。此外 2024 年 4 月，《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新国九条）发布，指出要加强上市

公司分红监管,提升上市公司价值。截止到 2025 年 1 月 14 日,公司估值为 0.56x PB, 低于 SW 建筑装饰平均的 0.69x PB, 我们认为未来央企估值将伴随业绩现金流改善以及分红提升而改善, 且目前央企考核也为央企的提质增效提供了良好的环境。

图表 66: 市值管理意见主要内容梳理

内容	总结
以高质量发展为基本前提,稳步提升经营效率和盈利能力,着力打造一批经营业绩佳、创新能力强、治理体系优、市场认可度高的一流上市公司,夯实市值管理工作基础。	提高上市公司发展质量
1) 聚焦主业竞争优势,以强化市场地位。2) 增强科技创新能力。并购核心科技资源,并加强与高校、科研院所的合作。3) 促进产业升级。通过并购重组加快整合行业优质资产,聚焦产业链供应链的关键环节,并致力于打造行业龙头企业。4) 深耕主责主业。5) 布局新兴产业。通过并购重组加快布局战略性新兴产业。6) 严控盲目扩张。避免增加过剩产能、破坏财务健康或降低经营效率的对外并购。	积极开展有利于提高投资价值的并购重组
1) 强化公司章程与权责划分;2) 市场化经营机制。建立经营自主灵活、内部管理人员能上能下、员工能进能出、收入能增能减的市场化经营机制。3) 独立董事制度改革。支持独立董事履职,发挥其在决策、监督制衡和专业咨询方面的作用。4) 保护中小股东权益;5) 改善公司治理结构;6) 股权激励。优先支持科技创新型上市公司规范实施股权激励,激发核心骨干的积极性和创造力,提升上市公司投资价值。	加大市场化改革力度
牢固树立投资者回报意识,保证各类投资者共享公司发展成果。指导控股上市制定合理可持续的利润分配政,增加现金分红频次,优化现金分红节奏,提高现金分红比例。	稳定投资者回报预期
1) 建立常态化回购增持机制。2) 严格遵守减持规定。3) 解决长期破净问题。4) 优化资源配置。对业务协同度弱、股票流动性差、基本失去功能作用的破净上市公司,鼓励通过吸收合并、资产重组等方式进行处置,优化资源配置。	完善增强投资者信心的制度安排

资料来源:国资委官网,东方财富证券研究所

图表 67: 新国九条主要内容

要求	细则
总体要求	更好发挥资本市场功能作用,推进金融强国建设,服务中国式现代化大局,实现资本市场稳定健康发展。未来 5 年,基本形成资本市场高质量发展的总体框架。
严把发行上市准入关	严把发行上市准入关,进一步完善发行上市制度。强化发行上市全链条责任。加大发行承销监管力度。
严格上市公司持续监管	加强信息披露和公司治理监管。全面完善减持规则体系。强化上市公司现金分红监管。推动上市公司提升投资价值。
加大退市监管力度	深化退市制度改革,加快形成应退尽退、及时出清的常态化退市格局。进一步严格强制退市标准。建立健全不同板块差异化的退市标准体系
加强证券基金机构监管,推动行业回归本源、做优做强	推动证券基金机构高质量发展。引导行业机构树立正确经营理念,处理好功能性和盈利性关系。积极培育良好的行业文化和投资文化。

加强交易监管，增强资本市场内在稳定性	促进市场平稳运行。强化股市风险综合研判。加强战略性力量储备和稳定机制建设。加强交易监管。完善对异常交易、操纵市场的监管标准。健全预期管理机制。
大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量	建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。优化保险资金权益投资政策环境，更好鼓励开展长期权益投资。
进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展	着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。完善多层次资本市场体系。坚持主板、科创板、创业板和北交所错位发展，深化新三板改革，促进区域性股权市场规范发展。
推动形成促进资本市场高质量发展的合力	推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本。推动修订证券投资基金法。加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。深化央地、部际协调联动。强化宏观政策协同，促进实体经济和产业高质量发展，为资本市场健康发展营造良好的环境。

资料来源：国务院官方文件，东方财富证券研究所

首先，目前央企的考核体系为“一利稳定增长，五率持续优化”，考核中未对央企收入规模做硬性要求，使得央企有更多空间放弃质量相对较低，增收不增利的项目。同时，资产负债率方面国家要求央企资产负债率“整体保持稳定”，相较于此前降负债的表述，“稳负债”表述给予了央企更多经营灵活性，必要时可以适当增加负债以参与重大项目，增加确定性。

图表 68：央企考核目标梳理

年份	指标体系	具体要求
2020	新增 2 个指标：营业收入利润率，研发（R&D）经费投入强度，形成两利三率指标体系	“两利”：净利润，利润总额，“三率”：营业收入利润率，资产负债率，研发（R&D）经费投入强度。
2021	新增“全员劳动生产率”指标，形成“两利四率”指标体系	“两利”即净利润，利润总额。中央企业效益增长要与国家宏观经济增速相匹配，并加快夯实资产质量、补齐发展短板、更好蓄能增势。“四率”即营业收入利润率，资产负债率，研发投入强度，全员劳动生产率。持续推动经营效率和发展质量的边际改善，夯实防风险基础，促进持续健康发展。
2022	“两利四率”指标体系	要努力实现“两增一控三提高”，“两增”即利润总额和净利润增速高于国民经济增速，“一控”即控制好资产负债率，“三提高”即营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入进一步提高。
2023	“一利五率”指标体系	“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，“一增”即确保利润总额增速指标体系为“一利五率”高于全国 GDP 增速，力争取得更好业绩：“一稳”即资产负债率总体保持稳定：“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升。
2024	“一利五率”指标体系	“一利稳定增长”即效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长；“五率持续优化”净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善研发投入强度和科技产出效率持续提高整体资产负债率保持稳定。

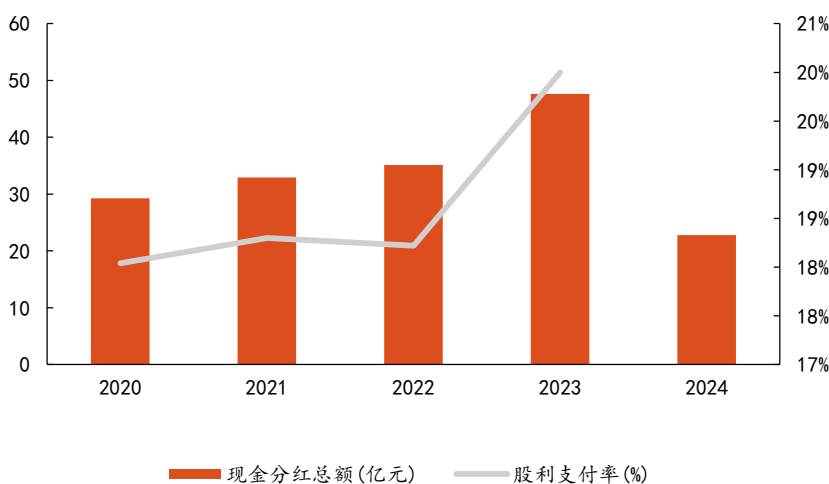
资料来源：国资委官网，东方财富证券研究所

其次，我们认为未来中国交建将释放更多转型预期。2024年7月18日，二十届三中全会审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，“决定”强调，将深化国资国企改革纳入全面深化改革战略全局，明确了国有经济在新征程上的改革方向、推进节奏和重点领域。此外，重庆国资委表示，重庆市国资委将迭代升级国企“止损治亏”、资产盘活、风险防范化解等改革目标和举措，并将大力推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中，向关系国计民生的公共服务、应急能力、公益性领域等集中，向前瞻性战略性新兴产业集中。我们认为近期国家级地方政府相关表态，更加强调了央国企改革要适应时代需求，同时各央国企要协同调整完成调结构、补强产业链短板（特别是卡脖子行业）、提升效率。在此指导思想下，未来国央企预计将释放更多改革、转型预期，利于估值修复。

3.6.2 分红政策稳定与股东增持彰显对公司未来经营发展信心

2020-2023年公司现金分红总额从29.24亿元逐步增加至47.62亿元，股息率也从2.49%提升至3.85%。根据公司2024年中期分红方案，公司拟向全体股东每股派发现金红利0.14005元（含税），截至2024年8月30日，公司合计拟派发现金红利总计约22.80亿元。

图表 69：公司现金分红总额及股利支付率



资料来源：Choice 公司深度资料，东方财富证券研究所

股东增持彰显对公司未来经营发展信心。从2022年9月27日到2023年9月27日，中交集团增持公司股份H股。本次增持之前，中交集团持有公司股份96.39亿股，此次中交集团累计增持了共计3292.1万股公司H股，增持实施完成后中交集团持有公司股份96.72亿股，占公司原总股本的比例从59.63%提升至59.83%。此外据2024年三季报显示，香港中央结算有限公司增持0.23亿股，较上期持股比例增加0.14%，前十大股东中有6家增持公司股票。

3.6.3 公司区间行情领涨，估值有望受益于国企改革和市值管理考核

我们对于2018年后建筑央企行情进行复盘，在2022年11月至2023年5月建筑央企行情中，中国交建区间涨幅高达80.9%，为该行情下领涨标的，板块整体加权涨幅达49.1%。在2024年9月至今的建筑央企行情中，中国交

建区间涨幅高达 45.7%，为该行情下领涨标的，板块整体加权涨幅达 40.0%。因此我们认为当下伴随化债力度加大，稳增长措施升级，从基本面而言，央企业绩及现金流均有改善空间，同时估值也有望受益于国企改革和市值管理考核而修复。

图表 70：2018 年后八大建筑央企行情复盘

行情区间	八大建筑央企 加权涨幅	领涨标的	领涨标的 涨幅	驱动因素
2018 年 7 月至 2019 年 4 月	23.1%	中国铁建	45.7%	基本面（中美贸易摩擦升级）+主题（国企改革）
2022 年 11 月至 2023 年 5 月	49.1%	中国交建	80.9%	主题（国家首提“中特估”，一利五率考核机制优化）
2024 年 9 月至今	40.0%	中国交建	45.7%	基本面（化债及基本面改善预期加强）+主题（国企改革、市值管理考核）

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1 盈利预测

基建建设业务：2024 年上半年基建建设业务收入同比下降 2.74%，考虑到财政政策宽松后，基建实物工作量预计回升，结转有所加快，并且建筑企业的回款高峰期在四季度。此外我们预计 2025-2026 年，基建需求将有所恢复，而由于公司对于境外的拓展较为成功，海外美国降息后需求恢复，公司市占率有望继续提升。因此我们预计 2024 年公司基建建设业务收入增速小幅上升，为 3.2%，2025-2026 年公司基建建设收入同比增速略有增加，分别为 6.4%/6.4%；此外我们预计 2024-2026 年毛利率保持平稳，分别为 11.6%/11.6%/11.6%。

疏浚业务：2024 年上半年疏浚业务收入同比增速为 3.27%，我们预计 2024 年同比增速为 5%，小幅上升。考虑到一揽子政策后基建需求恢复，2024 年前三季度疏浚业务新签合同额保持稳健增长，预计 2025-2026 疏浚业务同比增速小幅上升，分别为 7%/8%。我们预计 2024-2026 年公司疏浚业务毛利率保持平稳，分别为 13.1%/13.1%/13.1%。

基建设计业务：2024 年上半年基建设计业务收入同比下降 10.29%，2024 年前三季度基建设计业务新签合同额保持稳健增长，又考虑到 Q4 化债力度加大，我们预计 2024 年基建设计业务降幅有所收窄，同比增速为-2%，和 2023 年基建设计业务同比增速较为接近。我们预计 2025-2026 年基建设计业务同比增速保持平稳，分别为-2%/-2%。此外我们预计 2024-2026 年基建设计业务毛利率保持平稳，分别为 18.5%/18.5%/18.5%。

基于以上合理假设，我们预计 2024-2026 年，公司营业收入为 7817.24/8287.17/8794.19 亿元，同比增速分别为 3.04%/6.01%/6.12%，2024-2026 年归母净利润为 240.98/260.3/281.62 亿元，同比增速分别为

1.20%/8.02%/8.19%，EPS 为 1.48/1.60/1.73 元/股，对应 2025 年 1 月 27 日收盘价分别为 6.36/5.89/5.45 倍 PE。

图表 71：公司收入拆分预测

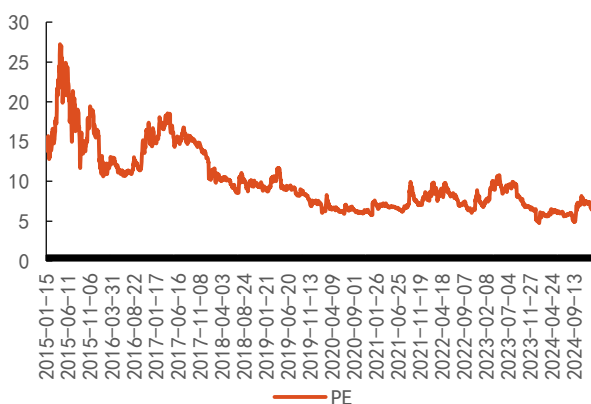
业务名称	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务	7,665.70	7,896.05	8,365.86	8,872.76
增长率 (%)	4.7%	3.0%	5.9%	6.1%
毛利率 (%)	12.54%	13.4%	13.3%	13.2%
基建建设	6658.66	6,871.74	7,311.53	7,779.47
增长率 (%)	5.2%	3.2%	6.4%	6.4%
占比	86.9%	87.0%	87.4%	87.7%
毛利率 (%)	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
疏浚业务	534.44	561.16	600.44	648.48
增长率 (%)	4.9%	5.0%	7.0%	8.0%
占比	7.0%	7.1%	7.2%	7.3%
毛利率 (%)	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
基建设计业务	472.61	463.16	453.89	444.81
增长率 (%)	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
占比	6.2%	5.9%	5.4%	5.0%
毛利率 (%)	18.6%	18.5%	18.5%	18.5%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所预测

4.2 估值分析

截至 2025 年 1 月 22 日，公司 PE、PB 分别为 6.34x/0.54x，分别处于近 10 年的 12.6%/18%分位点左右，处于估值的历史低位。

图表 72：公司近 10 年市盈率



资料来源：Choice 公司深度数据，东方财富证券研究所

图表 73：公司近 10 年市净率



资料来源：Choice 公司深度数据，东方财富证券研究所

4.3 可比公司估值及投资建议

可比公司估值来看，中国交建相比于其余建筑央企估值较低，维持公司“增持”评级。截至2025年1月27日，公司PE(TTM)为6.47倍。我们认为公司传统基建建设业务与基建设计业务具有强大基础和竞争优势，同时水网建设与海上风电业务有望成为新增长点，因此我们看好公司市值成长性，维持公司“增持”评级。

图表 74：可比公司估值对比

简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			EPS (元/股)			PE (倍)			股 价	评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
中国建筑	2,330.5	22,655.3	22,069.6	23,001.1	1.3	1.2	1.3	3.7	4.6	4.3	5.6	增持
中国中冶	642.4	6,338.7	5,696.8	6,236.6	0.3	0.4	0.4	9.3	8.4	7.6	3.1	增持
中国能建	938.1	4,060.3	4,230.9	4,511.3	0.2	0.2	0.2	11.7	11.3	10.2	2.3	增持
中国电建	875.1	6,094.1	6,500.4	7,058.8	0.7	0.8	0.9	7.2	6.3	5.8	5.1	增持
中国铁建	1,159.7	11,379.9	10,994.8	11,566.8	1.7	1.8	1.9	4.4	4.7	4.5	8.5	增持
中国中铁	1,464.7	12,634.7	11,950.8	12,754.8	1.3	1.3	1.3	4.4	4.7	4.5	5.9	增持
中国化学	454.5	1,792.0	1,897.4	2,058.9	0.9	0.9	1.0	7.1	7.9	7.2	7.4	未评级
均值								6.8	6.8	6.3		
中国交建	1,533.4	7,586.8	7,817.2	8,287.2	1.4	1.5	1.6	5.5	6.4	5.9	9.4	增持

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所预测

注：中国化学为 Choice 一致预测，其余均为东财研究所预测，市值为 2025 年 1 月 27 日收盘价对应市值

5. 风险提示

基础设施等投资类项目规模大、周期长、受政策影响明显。公司于 2007 年开始发展基础设施等投资类项目，此类项目投资规模大、建设周期长、涉及领域广、复杂程度高、工期和质量要求严，受政策影响明显。如项目对政策把握不准确、融资不到位，都可能会使公司面临一定风险。

原材料可能出现供应短缺，价格增加。公司业务开展有赖于钢铁、水泥、燃料、沙石料及沥青等原材料。当出现原材料供应短缺或价格大幅增加导致的成本上升时，公司可能面对利润减少甚至亏损的风险。

利率风险：公司的利率风险主要来自借款及应付债券等带息负债。利率上升会增加新增带息债务的成本以及公司尚未付清的以浮动利率计息的带息债务的利息支出，并对公司的财务业绩产生不利影响。

资产负债表（亿元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6861.40	7235.19	7887.61	8534.28
货币资金	1209.34	1409.78	1816.87	2195.65
应收及预付	1452.66	1467.94	1526.30	1591.79
存货	880.21	898.13	944.28	994.77
其他流动资产	3319.19	3459.34	3600.15	3752.08
非流动资产	9981.22	10443.86	10782.56	11162.23
长期股权投资	1134.90	1284.90	1484.90	1734.90
固定资产	636.63	816.12	1038.96	1256.73
在建工程	107.17	96.02	109.21	118.45
无形资产	2100.91	1952.91	1854.91	1756.91
其他长期资产	6001.61	6293.90	6294.57	6295.24
资产总计	16842.63	17679.05	18670.16	19696.51
流动负债	7621.81	7774.45	8147.49	8549.86
短期借款	490.29	490.29	490.29	490.29
应付及预收	3917.89	4037.70	4283.19	4547.97
其他流动负债	3213.62	3246.46	3374.01	3511.59
非流动负债	4629.57	5051.72	5351.72	5651.72
长期借款	3723.10	4023.10	4323.10	4623.10
应付债券	255.54	255.54	255.54	255.54
其他非流动负债	650.94	773.08	773.08	773.08
负债合计	12251.38	12826.16	13499.21	14201.57
实收资本	162.64	162.79	162.79	162.79
资本公积	426.17	428.57	428.57	428.57
留存收益	1934.45	2038.58	2246.82	2472.12
归属母公司股东权益	3017.34	3155.70	3363.94	3589.24
少数股东权益	1573.90	1697.19	1807.01	1905.70
负债和股东权益	16842.63	17679.05	18670.16	19696.51

利润表（亿元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7586.76	7817.24	8287.17	8794.19
营业成本	6631.50	6834.28	7249.81	7697.98
税金及附加	21.70	22.36	23.70	25.15
销售费用	25.43	28.14	29.83	35.18
管理费用	187.98	194.65	207.18	228.65
研发费用	273.16	281.42	283.42	301.64
财务费用	-11.37	13.85	18.85	19.70
资产减值损失	-17.11	-9.00	-9.00	-9.00
公允价值变动收益	-10.48	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-8.95	5.47	0.00	0.00
资产处置收益	5.11	5.26	5.58	5.92
其他收益	5.82	6.00	6.36	6.75
营业利润	363.83	418.27	445.32	457.56
营业外收入	5.09	20.00	0.00	0.00
营业外支出	5.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	363.64	438.27	445.32	457.56
所得税	61.40	74.00	75.19	77.25
净利润	302.24	364.27	370.13	380.31
少数股东损益	64.13	77.29	78.53	80.69
归属母公司净利润	238.12	240.98	260.30	281.62
EBITDA	511.87	563.00	587.36	609.48

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（亿元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	120.74	701.49	762.50	797.11
净利润	302.24	364.27	370.13	380.31
折旧摊销	130.52	110.88	123.19	132.21
营运资金变动	-576.84	51.00	86.72	93.47
其它	264.81	175.34	182.46	191.12
投资活动现金流	-558.85	-649.95	-456.31	-505.97
资本支出	-373.87	-107.91	-256.31	-255.97
投资变动	-124.99	-150.00	-200.00	-250.00
其他	-59.99	-392.04	0.00	0.00
筹资活动现金流	503.32	262.96	100.90	87.63
银行借款	407.59	300.00	300.00	300.00
债券融资	-9.56	0.00	0.00	0.00
股权融资	44.46	2.55	0.00	0.00
其他	60.83	-39.59	-199.10	-212.37
现金净增加额	66.95	306.20	407.09	378.78
期初现金余额	1036.63	1103.58	1409.78	1816.87
期末现金余额	1103.58	1409.78	1816.87	2195.65

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	5.10%	3.04%	6.01%	6.12%
营业利润增长	16.42%	14.96%	6.47%	2.75%
归属母公司净利润增长	23.61%	1.20%	8.02%	8.19%
获利能力 (%)				
毛利率	12.59%	12.57%	12.52%	12.47%
净利率	3.98%	4.66%	4.47%	4.32%
ROE	7.89%	7.64%	7.74%	7.85%
ROIC	3.23%	3.62%	3.51%	3.41%
偿债能力				
资产负债率 (%)	72.74%	72.55%	72.30%	72.10%
净负债比率	87.49%	84.77%	77.49%	71.49%
流动比率	0.90	0.93	0.97	1.00
速动比率	0.39	0.41	0.45	0.48
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.45	0.46	0.46
应收账款周转率	6.81	6.70	6.98	7.15
存货周转率	7.98	7.69	7.87	7.94
每股指标 (元)				
每股收益	1.39	1.48	1.60	1.73
每股经营现金流	0.74	4.31	4.68	4.90
每股净资产	18.55	19.39	20.66	22.05
估值比率				
P/E	5.47	6.36	5.89	5.45
P/B	0.41	0.49	0.46	0.43
EV/EBITDA	10.26	10.03	9.43	8.96

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。